



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Corso di Laurea Magistrale in

Economia e Gestione delle imprese

**LA COMPOSIZIONE
NEGOZIATA COME DRIVER DI
RISANAMENTO AZIENDALE: IL
CASO DI VALVITALIA S.p.A.**

Relatore:

Prof. Navaroni Matteo

**Tesi di Laurea
di Siravo Carlo**

Matr. n. 567466

Anno Accademico 2025-2026

INDICE

INTRODUZIONE	7
CAPITOLO 1.....	13
<i>Genesi e architettura della Composizione Negoziata della Crisi.....</i>	<i>13</i>
1.1 Origine e ratio dello strumento: il superamento dei sistemi di allerta e l'emersione precoce della crisi	13
1.1.1 Il fallimento dei vecchi "sistemi di allerta" e degli automatismi	14
1.1.2 Il cambio di paradigma: la volontarietà come incentivo.....	17
1.1.3 La dicotomia tra crisi e insolvenza: agire quando l'azienda è ancora viva	19
1.2 Il recepimento della Direttiva Insolvency (UE) 2019/1023: il primato della finanza interinale	21
1.2.1 La codificazione europea del "New Money": finanza interinale e nuova finanza.....	22
1.2.2 La neutralizzazione del "Chilling Effect" e lo scudo protettivo (Safe Harbor)	24
1.2.3 L'impatto sul legislatore italiano: dalla sanzione all'incentivo	25
1.3 Caratteristiche distintive nel panorama italiano: l'ecosistema della CNC e la leva della prededuzione	27
1.3.1 Il paradigma del Debtor in Possession (art. 21 CCII).....	28
1.3.2 La stabilizzazione del working capital tramite le misure protettive (art. 18 CCII).....	29
1.3.3 La rivoluzione finanziaria: l'articolo 22 del CCII e la prededuzione.....	31
1.3.4 Lo scudo della "Safe Harbor": esenzione da revocatorie e reati fallimentari	32
1.4 L'importanza della finanza esterna nei processi di risanamento e riorganizzazione	33
1.4.1 Il superamento dell'asimmetria informativa e il rischio di "fuga dei capitali"	34
1.4.2 La classificazione temporale e strategica del "New Money"	36
1.4.3 Le garanzie per gli investitori: il paradigma della prededuzione.....	37
1.5 Analisi comparata: l'internazionalizzazione del turnaround	38
1.5.1 La figura del Debtor in Possession (DIP) nel Chapter 11 statunitense.....	38
1.5.2 Il DIP Financing e la Section 364 del Bankruptcy Code	40
1.5.3 L'evoluzione e le strategie del mercato del DIP financing (Roll-up e Loan-to-own)	42
1.5.4 Il modello francese: Mandat ad hoc e Conciliation come precursori della CNC ..	44
1.5.5 Il Privilège de la conciliation: l'attrazione del "New Money" in Francia	45
1.5.6 Convergenze strategiche: l'influenza sul legislatore europeo	47
CAPITOLO 2.....	51
<i>Il funzionamento operativo e le sfide economiche</i>	<i>51</i>
2.1 Il test di perseguibilità del risanamento	51
2.1.1 La piattaforma telematica nazionale e la <i>check-list</i> operativa	52
2.1.2 La nomina e il ruolo dell'esperto indipendente	55
2.1.3 Analisi quantitativa e flussi di cassa: il ruolo centrale del <i>DSCR</i>	57
2.1.4 La valutazione qualitativa del <i>business plan</i>	61
2.2 Le misure protettive e il ruolo dei creditori	63

2.2.1 L'architettura delle misure protettive (art. 18 CCII).....	64
2.2.2 Il bilanciamento degli interessi e la tutela del <i>going concern</i>	66
2.2.3 L'impatto sul sistema bancario e finanziario	69
2.2.4 La sospensione degli obblighi societari e il dovere di buona fede	71
2.3 La nuova finanza in corso di composizione.....	73
2.3.1 Il fabbisogno di cassa durante le trattative.....	74
2.3.2 L'articolo 22 del CCII e l'autorizzazione del tribunale	75
2.3.3 La prededucibilità come leva strategica.....	77
2.3.4 Trasferimento d'azienda e rinegoziazione dei contratti.....	79
CAPITOLO 3.....	83
<i>Case study: il turnaround di Valvitalia S.p.A.</i>	83
3.1 Profilo aziendale e posizionamento di mercato: chi è Valvitalia S.p.A.	83
3.1.1 Storia e sviluppo del Gruppo	83
3.1.2 Il modello di business e il portafoglio prodotti.....	86
3.1.3 Dimensione e rilevanza strategica, nazionale e internazionale.....	87
3.2 L'emersione della crisi: segnali e diagnosi (2022-2023).....	89
3.2.1 Il contesto macroeconomico avverso.....	90
3.2.2 La genesi della tensione finanziaria.....	92
3.2.3 Gli assetti organizzativi e la rilevazione della crisi (art. 2086 c.c.).....	94
3.2.4 Crisi e non insolvenza: la qualificazione dell'accesso e il superamento del ritardo	97
3.3 Strategia di gestione e accesso alla CNC.....	99
3.3.1 Valutazione delle alternative di ristrutturazione.....	99
3.3.2 La tutela del <i>going concern</i> in un mercato globale.....	101
3.3.3 Il vantaggio competitivo della riservatezza	103
3.3.4 La fase preparatoria	105
3.4 Il percorso negoziale e l'intervento degli investitori	107
3.4.1 La mappatura degli <i>stakeholder</i> e il ruolo dell'esperto	107
3.4.2 L'articolazione della manovra fra i due veicoli pubblici.....	108
3.4.3 Strutturazione e iniezione della nuova finanza	110
3.4.4 Il superamento delle asimmetrie negoziali	112
3.5 Analisi degli indicatori (KPI) pre e post composizione.....	115
3.5.1 Situazione pre-CNC: la marginalità compromessa e l'insostenibilità del rapporto PFN/EBITDA	116
3.5.2 L'assorbimento di capitale circolante e i flussi di cassa operativi.....	116
3.5.3 L'impatto contabile dello stralcio e del riscadenzamento	118
3.5.4 Tabella comparativa e situazione post-CNC	119
3.6 Valutazione finale sull'efficacia dello strumento	122
3.6.1 Valvitalia come verifica empirica dello strumento.....	123
3.6.2 I driver decisivi del successo	124
3.6.3 L'impatto sistemico del caso	125
CONCLUSIONI.....	129
Bibliografia.....	138

1. Fonti normative.....	138
2. Documenti ufficiali, relazioni e materiali istituzionali	139
3. Giurisprudenza.....	141
4. Dottrina, contributi e materiali didattici	141
5. Articoli di stampa e interviste	143
6. Siti internet.....	144

INTRODUZIONE

Per gran parte del Novecento il diritto italiano ha trattato la crisi d'impresa come una patologia da isolare e, in misura non trascurabile, come una colpa da accertare.¹ La legge fallimentare del 1942 muoveva da questa premessa: l'imprenditore che non riusciva a pagare veniva rimosso dalla gestione e l'impresa usciva dal mercato insieme al proprio titolare. L'impianto costruito negli ultimi vent'anni poggia su un presupposto diverso, secondo cui la difficoltà finanziaria è una fase della vita dell'impresa ed entro certi limiti un processo governabile. Il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza ha registrato il mutamento anche sul piano lessicale, sostituendo la nozione di fallimento con quella di liquidazione giudiziale,² e la Direttiva (UE) 2019/1023 lo ha esplicitato fra i propri obiettivi, chiedendo agli Stati membri di assicurare alle imprese sane in difficoltà finanziarie l'accesso a quadri di ristrutturazione preventiva e agli imprenditori onesti insolventi una seconda opportunità.³ Che la preoccupazione fosse condivisa lo conferma il legislatore tedesco, il quale nel recepire la stessa direttiva ha dichiarato di voler liberare l'impresa dalla stigmatizzazione connessa all'insolvenza.⁴

Il cambio di impostazione ha una giustificazione economica misurabile. La perdita di marginalità operativa, il ricorso al debito a breve per coprire fabbisogni correnti e il deterioramento del rapporto fra posizione finanziaria netta e margine operativo lordo si manifestano con mesi, talvolta con anni di anticipo rispetto al momento in cui l'imprenditore si rivolge all'ordinamento. Nell'intervallo i committenti migliori cercano fornitori alternativi, il personale qualificato si ricolloca, le banche riducono gli affidamenti. Trattare la crisi come occasione di risanamento significa quindi intervenire finché l'oggetto stesso della negoziazione, cioè il complesso produttivo e la sua capacità di restare sul mercato, è ancora in vita.

¹ Sulla caratterizzazione della legge fallimentare del 1942 come sistema costruito attorno alla rimozione dell'imprenditore insolvente e alla sanzione della sua condotta, cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, Bologna, 2007.

² D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, entrato in vigore il 15 luglio 2022 dopo rinvii successivi.

³ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, recepita con D.Lgs. 17 giugno 2022, n. 83.

⁴ H. VALLENDER, Nuove disposizioni opzionali tedesche di ristrutturazione per le aziende in crisi, in CNDCEC, Osservatorio internazionale crisi di impresa, Bollettino n. 4, luglio 2021, p. 69 ss. Cfr. infra, § 1.5.6.

Questo mutamento di paradigma matura attraverso un duplice impulso, uno nazionale e uno europeo, che è utile ripercorrere brevemente. Sul piano interno, la legge delega 19 ottobre 2017, n. 155 affidò a una commissione di studio, presieduta da Renato Rordorf, il compito di elaborare la riforma organica confluita nel testo originario del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza. La Commissione Rordorf costruì l'emersione precoce della crisi attorno a un sistema di allerta articolato su due canali, uno endogeno all'impresa e, in particolare, agli organi di controllo societari e ai revisori, tenuti a segnalare il superamento di indicatori di crisi codificati, l'altro esogeno all'impresa e affidato ai creditori pubblici qualificati, chiamati a segnalare il superamento di determinate soglie di esposizione; entrambi i canali convergevano verso l'Organismo di Composizione della Crisi d'Impresa, istituito presso le Camere di Commercio.⁵

Sul piano europeo, la Direttiva (UE) 2019/1023 del 20 giugno 2019, comunemente designata come Direttiva *Insolvency*, impose agli Stati membri tre ordini di intervento: (i) l'introduzione di quadri di ristrutturazione preventiva accessibili al debitore per il quale sussista una probabilità di insolvenza, (ii) il riconoscimento all'imprenditore onesto insolvente di una seconda opportunità mediante l'esdebitazione e (iii) l'adozione di misure volte ad accrescere l'efficienza delle procedure.⁶ La tecnica prescelta fu quella dell'armonizzazione minima, che lasciò agli Stati membri la libertà di offrire tutele più ampie; fu proprio questa libertà a consentire al legislatore italiano di costruire, in sede di recepimento, un impianto di protezione della nuova finanza più incisivo di quanto la Direttiva stessa richiedesse, come si vedrà nel primo capitolo.

La prima risposta italiana a questo problema ha evidenziato qualche criticità; i sistemi di allerta disegnati dalla legge delega del 2017 e dal testo originario del Codice affidavano l'emersione a obblighi di segnalazione verso un organismo terzo, assistiti da conseguenze sanzionatorie; la loro efficacia è stata rinviata più volte e infine soppressa senza che fossero mai entrati in vigore.⁷ Le ragioni dell'insuccesso riguardano la psicologia di

⁵ L. 19 ottobre 2017, n. 155; artt. 13, 14, 15 e 16 CCII nel testo originario del D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, oggi abrogati. Sulla struttura e sulle ragioni dell'insuccesso del sistema di allerta cfr. infra, § 1.1.1.

⁶ Considerando n. 1 della Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione. Cfr. infra, § 1.2.

⁷ L. 19 ottobre 2017, n. 155; artt. 13, 14 e 15 CCII nel testo originario del D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14. Cfr. infra, § 1.1.1.

governo dell'impresa in difficoltà, il timore che la segnalazione si traduca in una revoca degli affidamenti, la debolezza degli organismi chiamati a riceverla e la logica sanzionatoria dell'impianto, che produce emersione soltanto quando il costo atteso della sanzione superava quello percepito dell'emersione. Per l'imprenditore quel secondo costo coincideva con la prospettiva di perdere l'azienda.

La Composizione Negoziata della Crisi, introdotta dal decreto legge 24 agosto 2021, n. 118 e poi trasfusa negli articoli 12 e seguenti del Codice, “rovescia” quella logica.⁸ Non è una procedura concorsuale, non produce spossessamento e non genera di per sé effetti di pubblicità: è un'infrastruttura di negoziazione assistita, costruita per risultare conveniente a chi deve decidere se usarla. L'iniziativa spetta al solo imprenditore, che conserva la gestione ordinaria e straordinaria mentre un esperto indipendente lo affianca senza sostituirlo e senza potere di veto, disponendo però della facoltà di rendere pubblico il proprio dissenso sugli atti pregiudizievoli. La riservatezza verso il mercato resta totalmente integra salvo che siano richieste le misure protettive, e il tribunale interviene marginalmente all'interno di un percorso stragiudiziale, autorizzando i finanziamenti prededucibili quando la continuità lo richiede.⁹ La discontinuità rispetto agli strumenti tradizionali si coglie soprattutto in ciò che manca, ossia la figura di un commissario giudiziale, di un attestatore, il voto dei creditori e il giudizio del Tribunale ai fini dell'omologazione.

Sul piano dell'adesione lo strumento sta funzionando, poiché dalle circa seicento istanze del 2023 si è passati alle 1.089 del 2024.¹⁰ L'adesione, però, non coincide spesso con la bontà dell'esito, pertanto con il presente elaborato si è cercato di approfondire prima da un punto di vista normativo e successivamente mediante l'analisi di una procedura chiusa con esito positivo se questo nuovo strumento possa considerarsi quale elemento utile per il risanamento delle imprese in crisi.

Il primo capitolo ricostruisce la genesi e l'architettura dello strumento, dal superamento dei sistemi di allerta disegnati dalla Commissione Rordorf al recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023, ed esamina i quattro pilastri su cui la disciplina si regge: la conservazione della gestione secondo il paradigma del *debtor in possession*, le misure

⁸D.L. 24 agosto 2021, n. 118, convertito con modificazioni dalla L. 21 ottobre 2021, n. 147; la disciplina è oggi contenuta negli artt. 12 e ss. CCII.

⁹Artt. 18, 21, 22 e 23 CCII, esaminati nei §§ 1.3.1, 1.3.2, 1.3.3 e 2.3.2.

¹⁰Dati Unioncamere ripresi da M. FERRARI, Composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa, in Altalex, 2 maggio 2025.

protettive, la prededuzione della nuova finanza e l'esenzione da revocatoria e da responsabilità penale; la parte comparata colloca la scelta italiana accanto al *DIP financing* statunitense, al *privilège de la conciliation* francese e al modello tedesco dello *StaRUG*. Il secondo capitolo passa dal disegno normativo al funzionamento operativo lungo tre snodi: il test di perseguibilità del risanamento, condotto sulla piattaforma telematica nazionale attraverso il test pratico e la *check-list* operativa e affidato, nella sua articolazione più propriamente diagnostica, al ruolo dell'esperto indipendente e all'analisi del *DSCR*; il regime delle misure protettive dell'art. 18 CCII, nel bilanciamento fra la tutela dei creditori e la continuità aziendale; e il congegno della nuova finanza dell'art. 22 CCII, dall'autorizzazione giudiziale dei finanziamenti prededucibili agli strumenti del trasferimento d'azienda e della rinegoziazione dei contratti pendenti. Il terzo capitolo applica il quadro così costruito al caso Valvitalia S.p.A. (produttore di valvole e sistemi per il trasporto di petrolio e gas, che ha avviato la procedura il 4 novembre 2022 e l'ha chiusa il 4 maggio 2023 con un accordo sottoscritto anche dall'esperto ai sensi dell'articolo 23, comma 1, lettera c))¹¹, muovendo dal profilo industriale del gruppo, costruito per acquisizioni successive fino a una presenza in oltre cento Paesi, e dalla genesi della tensione finanziaria fra il 2022 e il 2023, per poi ricostruire l'accesso a una duplice composizione negoziata, sulla capogruppo operativa e sulla holding, l'articolazione della manovra fra i due veicoli del Gruppo Cassa Depositi e Prestiti intervenuti come socio e come strumento di sostegno pubblico, e la misurazione degli indicatori economico-finanziari sugli esercizi dal 2022 al 2025; ne risulta una valutazione finale che distingue ciò che il caso dimostra, la tenuta dell'architettura del 2021 anche per un gruppo industriale complesso, da ciò che non consente di affermare, ossia la trasferibilità di una soluzione costruita su una configurazione del passivo e su una disponibilità del socio che appartengono a quel caso soltanto.

Il quadro normativo sopra descritto non è destinato a restare immutato, infatti il 1° aprile 2026 è stata pubblicata in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea la Direttiva (UE) 2026/799 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 marzo 2026, comunemente designata come seconda Direttiva *Insolvency*, che interviene su un segmento della materia concorsuale rimasto ai margini dell'intervento del 2019: non più la ristrutturazione

¹¹ A. SOLIDORO, Sintesi delle informazioni rilevanti afferenti le composizioni negoziate di Valvitalia S.p.A. e Valvitalia Finanziaria S.p.A., presentazione nell'ambito dell'incontro «La composizione negoziata per la crisi d'impresa. I casi di successo della composizione negoziata», 16 novembre 2023, frontespizio e slides 3, 4 e 12.

preventiva, ma alcuni nodi della procedura di insolvenza in senso proprio.¹² Costruita anch'essa secondo la tecnica dell'armonizzazione minima, la nuova Direttiva introduce un nucleo comune di regole sulle azioni revocatorie concorsuali, disciplina per la prima volta a livello unionale una procedura di *pre-pack* finalizzata alla cessione dell'impresa in regime di continuità nel corso della procedura di insolvenza, impone agli amministratori di società insolventi di presentare la domanda di apertura della procedura entro tre mesi dalla conoscenza dello stato di insolvenza, e rafforza gli strumenti di rintracciamento dei beni e di partecipazione organizzata dei creditori.¹³ Gli Stati membri dovranno recepirla entro il 22 gennaio 2029, termine differito al 10 luglio 2029 per le sole disposizioni sull'accesso alle informazioni bancarie.¹⁴ Per l'ordinamento italiano l'impatto più significativo riguarderà verosimilmente la disciplina delle azioni revocatorie di cui agli artt. 163 e seguenti del CCII, tuttora costruita attorno a fattispecie tipiche e a periodi sospetti predeterminati, che la nuova Direttiva orienta verso un giudizio più sostanziale, fondato sul pregiudizio arrecato alla massa piuttosto che sulla qualificazione formale dell'atto; un secondo terreno di possibile intervento è la procedura di *pre-pack*, che il Codice non conosce ancora in forma organica e che il legislatore potrà costruire come istituto autonomo oppure ricondurre nell'alveo della composizione negoziata o del concordato semplificato. Questa tesi si colloca dunque in una fase di transizione, nella quale la Composizione Negoziata rappresenta la risposta italiana già collaudata al problema dell'emersione precoce, mentre il legislatore si prepara a misurarsi con un secondo fronte di riforma che investe, questa volta, la fase propriamente liquidatoria.

L'indagine combina due piani. Quello qualitativo ricostruisce il quadro normativo, gli orientamenti della dottrina e della giurisprudenza di merito e le dinamiche negoziali del caso, servendosi delle relazioni sulla gestione, della sintesi trasmessa dall'esperto, del provvedimento autorizzativo del Tribunale di Milano, del patto parasociale e della relazione del collegio sindacale. Quello quantitativo lavora sui bilanci d'esercizio e sui rendiconti finanziari e misura il margine operativo lordo, anche nella versione rettificata, la posizione

¹² Direttiva (UE) 2026/799 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 marzo 2026, che armonizza taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza, in GUUE L, 1° aprile 2026. Per una prima ricostruzione sistematica, S. PACCHI, *La direttiva (UE) 2026/799 e il nuovo cantiere europeo del diritto della crisi*, in Ristrutturazioni Aziendali, 13 aprile 2026.

¹³ S. PACCHI, *op. cit.*, §§ 4-5, sulle direttrici dell'intervento in materia di azioni revocatorie (Titolo II), rintracciamento dei beni (Titolo III), *pre-pack* (Titolo IV), obblighi degli amministratori (Titolo V) e comitati dei creditori (Titolo VI).

¹⁴ S. PACCHI, *op. cit.*, § 7. Cfr. altresì *Ue, conquista il traguardo la II direttiva sulla crisi d'impresa*, in FiscoOggi, aprile 2026.

finanziaria netta e il suo rapporto con il margine, il flusso di cassa della gestione operativa, il patrimonio netto e il portafoglio ordini.¹⁵ I due piani si sorreggono a vicenda, perché i soli numeri non distinguono l'effetto contabile dello stralcio dal recupero della gestione caratteristica, mentre la sola ricostruzione giuridica non dice se il risanamento sia avvenuto.

¹⁵Valvitalia S.p.A., Bilanci d'esercizio dal 31 dicembre 2016 al 31 dicembre 2025, comprensivi di Relazioni sulla gestione, Note integrative e Rendiconti finanziari.

CAPITOLO 1

Genesi e architettura della Composizione Negoziata della Crisi

1.1 Origine e ratio dello strumento: il superamento dei sistemi di allerta e l'emersione precoce della crisi

Il diritto della crisi d'impresa italiano ha cambiato impostazione nell'ultimo ventennio, e il cambiamento non riguarda soltanto la tecnica normativa. Riguarda il modo in cui il legislatore concepisce l'impresa in difficoltà e i comportamenti che esso si attende da chi la governa. La Composizione Negoziata della Crisi, introdotta dal D.L. 24 agosto 2021, n. 118, convertito con modificazioni dalla L. 21 ottobre 2021, n. 147, e poi trasfusa negli artt. 12 e seguenti del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, è il punto di arrivo di questo percorso.¹⁶ La domanda da cui partire è elementare: *perché molte imprese arrivano alla liquidazione quando avrebbero potuto essere risanate?*

La prassi concorsuale italiana degli ultimi decenni offre una risposta di monotona regolarità. L'apertura di una procedura arriva quasi sempre al termine di un declino con radici lontane: la perdita di marginalità operativa, il ricorso al debito a breve per finanziare fabbisogni correnti, la contrazione del capitale circolante netto e il deterioramento del rapporto tra posizione finanziaria netta ed EBITDA si manifestano con mesi o anni di anticipo rispetto al momento in cui l'imprenditore si rivolge a un professionista, e con ancora più anticipo rispetto al momento in cui si rivolge all'ordinamento. Nell'intervallo il valore dell'impresa come sistema produttivo si erode: i clienti migliori trovano fornitori alternativi, il personale qualificato cerca collocazioni più sicure, le banche riducono i fidi, i fornitori pretendono il pagamento anticipato. Il fenomeno è noto come *late filing*, ovvero accesso tardivo agli strumenti di gestione della crisi, e costituisce la premessa di qualsiasi riforma moderna del diritto concorsuale. Il ritardo distrugge valore, e il costo della distruzione ricade sui lavoratori che perdono il posto, sui fornitori che iscrivono perdite su crediti, sulle banche che svalutano i portafogli, sull'erario che perde gettito. Chi paga il ritardo non è quasi mai chi lo decide.

¹⁶ D.L. 24 agosto 2021, n. 118, conv. con L. 21 ottobre 2021, n. 147; la disciplina è stata poi trasfusa negli artt. 12 e ss. CCIL. Cfr. A.L. MUSERRA, *Crisi, risanamento e reporting*, materiali didattici, A.A. 2025-2026; M. FERRARI, *Composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa*, in *Altalex*, 2 maggio 2025.

La Composizione Negoziata affronta il problema con una scelta di metodo che condiziona tutto il resto: non è una procedura concorsuale. La relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo di recepimento della Direttiva Insolvency la definisce un percorso di negoziazione, volontario e stragiudiziale, all'esito del quale il debitore può accedere a uno degli strumenti di regolazione della crisi disciplinati dal Codice.¹⁷ Non produce spossessamento, non apre un concorso, non genera per sé effetti di pubblicità. È un'infrastruttura di negoziazione assistita, costruita per risultare conveniente agli occhi di chi deve decidere se usarla. I dati diffusi da Unioncamere indicano che sul piano dell'adesione lo strumento sta funzionando: dalle circa 600 istanze presentate nel 2023 si è passati alle 1.089 del 2024.¹⁸

1.1.1 Il fallimento dei vecchi "sistemi di allerta" e degli automatismi

L'istituto nasce dal fallimento, tecnico e politico, dei sistemi di allerta previsti dal Codice della Crisi nella versione originaria del 2019, e la sua portata innovativa si apprezza soltanto ricostruendo ciò che ha sostituito.

La riforma organica avviata con la legge delega 19 ottobre 2017, n. 155 aveva individuato nell'emersione precoce uno dei propri obiettivi qualificanti. La diagnosi era largamente condivisa: la legge fallimentare del 1942, benché riformata più volte tra il 2005 e il 2012, collocava la soglia di accesso alle tutele troppo avanti nel ciclo della crisi, con il risultato che le procedure intervenivano quando la distruzione di valore era in buona parte già avvenuta. La risposta elaborata dalla Commissione Rordorf fu un sistema di allerta su due canali. Il primo era interno: il Codice affidava agli organi di controllo societari e ai revisori un obbligo di segnalazione all'organo amministrativo in presenza di indicatori di crisi codificati, tra cui il *Debt Service Coverage Ratio* prospettico a sei mesi e gli indici settoriali elaborati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, con inoltro all'OCRI in caso di inerzia dell'organo gestorio. Il secondo era esterno: i creditori pubblici qualificati, ossia Agenzia delle Entrate, INPS e Agente della riscossione, dovevano segnalare all'OCRI il superamento di determinate soglie di esposizione, attivando la procedura anche in assenza di segnalazione interna.¹⁹

¹⁷ Relazione illustrativa allo schema di D.Lgs. di modifica del CCII, riportata da M. FERRARI, *op. cit.*

¹⁸ Dati Unioncamere ripresi da M. FERRARI, *op. cit.*, con riferimento all'articolo del 9 aprile 2025 "Crisi d'impresa: boom della composizione negoziata, riprendono a crescere le liquidazioni giudiziali".

¹⁹ L. 19 ottobre 2017, n. 155; artt. 13, 14 e 15 CCII nel testo originario del D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, e artt. 16 e ss. per l'OCRI, oggi abrogati.

Sul piano logico l'impianto era coerente, tuttavia non ha mai funzionato e molto probabilmente non avrebbe funzionato nemmeno se fosse entrato in vigore, per alcune motivazioni che verranno di seguito illustrate. Si tratta di quattro ragioni che la dottrina ha isolato con crescente nettezza nel biennio 2019-2021, mentre l'efficacia delle norme sull'allerta veniva rinviata prima per l'emergenza pandemica e poi per ragioni di merito, fino alla soppressione definitiva.²⁰

La prima ragione è “*comportamentale*”. Il sistema presupponeva che l'imprenditore, preso atto dei primi segnali di crisi evidenziati dal *Debt Service Coverage Ratio (DSCR)* o da altri indicatori, avrebbe dovuto reagire razionalmente attivando le tutele. La psicologia di chi gestisce un'impresa in difficoltà segue però un'altra logica, perché la tendenza prevalente è sovrastimare la capacità di uscire dalla crisi con le proprie forze.²¹ Chi osserva i fatturati flettere e i margini comprimersi interpreta la situazione come temporanea, confida nella commessa successiva, rinvia le decisioni più onerose. Un indicatore che segnala l'anomalia non modifica questa struttura di aspettative: ne diventa, al più, un elemento oggetto di contestazione.

La seconda ragione è “*reputazionale*”, e riguarda il rapporto con il sistema bancario. La procedura davanti all'OCRI era formalmente riservata, ma produceva effetti informativi difficilmente controllabili. In un contesto in cui la classificazione di un debitore come esposizione ristrutturata presso la Centrale Rischi di Banca d'Italia incide immediatamente sulla disponibilità degli affidamenti, rivolgersi all'OCRI equivaleva, nella percezione degli operatori, a una dichiarazione pubblica di difficoltà.²² Ne derivava esattamente quel *chilling effect* che la riforma intendeva evitare, poiché l'imprenditore che chiedeva assistenza rischiava di accelerare il proprio declino attraverso la revoca delle linee di credito. Che il problema fosse concreto lo conferma il fatto che il legislatore vi sia tornato a distanza di

²⁰ Il D.L. 118/2021 ha differito l'entrata in vigore del Codice e del Titolo II sulle procedure di allerta; il D.Lgs. 17 giugno 2022, n. 83 ne ha disposto la soppressione, sostituendolo con le segnalazioni degli artt. 25-octies e 25-novies CCII.

²¹ La tendenza dell'imprenditore a sovrastimare la propria capacità di superare la crisi con le risorse disponibili è ricondotta dalla letteratura di economia comportamentale ai fenomeni di *overconfidence* e di *escalation of commitment*: cfr. D. KAHNEMAN, *Pensieri lenti e veloci*, Mondadori, Milano, 2012, cap. 24. Sull'applicazione di tali categorie al riconoscimento della crisi d'impresa, L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO (a cura di), *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, Wolters Kluwer, Milano, 2018, sezione *Recognition of the crisis*.

²² Sul rapporto fra emersione della crisi e reazione del sistema bancario, e sull'esigenza di contemperare il fabbisogno di liquidità dell'impresa con l'osservanza della disciplina prudenziale, cfr. M. FERRARI, *op. cit.*, sezione “Le banche e gli intermediari finanziari”; L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO, *op. cit.*

anni: il terzo correttivo²³ ha previsto che la decisione di revoca o sospensione del credito assunta in pendenza di composizione negoziata debba essere motivata con l'indicazione delle ragioni specifiche, e che la prosecuzione dei rapporti non costituisca fonte di responsabilità per gli istituti.²⁴

La terza ragione è “*istituzionale*”. Il sistema assegnava un ruolo centrale a organismi di nuova istituzione, gli OCRI, senza dotarli di risorse, competenze specialistiche e regole operative adeguate, mentre la prassi mostra che la qualità di una gestione della crisi dipende in misura determinante dalla qualità delle persone coinvolte.²⁵ Affidare quella funzione a collegi a composizione variabile, privi di meccanismi selettivi e di responsabilizzazione reputazionale, esponeva il sistema a procedure formalmente corrette e sostanzialmente inefficaci. Non è casuale che il Codice, nel disegnare la figura dell'Esperto, abbia seguito la direzione opposta, con requisiti di anzianità professionale, un obbligo formativo specifico, presidi di indipendenza modellati sull'art. 2399 c.c. e l'obbligo di indicare nel curriculum le composizioni negoziate seguite e il loro esito.²⁶

La quarta ragione, nonché la più insidiosa, è “*economica*”. L'allerta del 2019 era un sistema sanzionatorio, poiché il mancato rispetto degli obblighi di segnalazione comportava conseguenze in capo agli organi di controllo e riduceva le protezioni disponibili per l'imprenditore nelle procedure successive. Un impianto di questo tipo produce emersione soltanto quando il costo atteso della sanzione supera il costo percepito dell'emersione, e la condizione era difficilmente realizzabile, perché per l'imprenditore quel costo coincideva con la prospettiva di perdere l'azienda e la propria credibilità professionale.²⁷

La vera innovazione del legislatore del 2021 non consiste nell'aver eliminato quei meccanismi, ma nell'aver riconosciuto che l'emersione precoce non si ottiene con la coercizione e richiede una riprogettazione degli incentivi. L'art. 25-octies CCII conserva la segnalazione dell'organo di controllo, motivata e con fissazione di un termine non superiore a trenta giorni entro cui l'organo amministrativo deve riferire sulle iniziative intraprese, ma

²³ Per terzo correttivo si intende il decreto legislativo n. 136 del 13 settembre 2024, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 27 settembre 2024 ed entrato in vigore il 28 settembre 2024.

²⁴ Art. 16, co. 5, CCII come modificato dal D.Lgs. 13 settembre 2024, n. 136 (terzo correttivo). Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*

²⁵ Sulla rilevanza della qualità e degli incentivi dei professionisti coinvolti nella gestione della crisi ai fini dell'efficacia dei quadri di ristrutturazione, L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO, *op. cit.*, Introduzione.

²⁶ Artt. 13, co. 3, 5 e 7, e 16 CCII. Cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*; NEXUMSTP, *La nuova composizione negoziata della crisi d'impresa*, sezione "L'esperto".

²⁷ Sul rapporto fra struttura degli incentivi ed emersione tempestiva della crisi, e sui limiti dei modelli fondati sulla sanzione, L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO, *op. cit.*

la priva di qualsiasi automatismo: non genera alcun obbligo di attivazione in capo all'organo gestorio, e la sua tempestività, insieme alla vigilanza sull'andamento delle trattative, rileva ai fini della responsabilità dei sindaci ex art. 2407 c.c. Anche il canale esterno sopravvive, trasformato, perché le segnalazioni dei creditori pubblici qualificati sono oggi indirizzate al debitore e all'organo di controllo, come sollecitazione a valutare l'accesso alla composizione negoziata, e non come denuncia a un organismo terzo.²⁸

Tabella 1.1 – Sistemi di allerta e Composizione Negoziata: profili a confronto

Profilo	Sistemi di allerta (2019)	Composizione Negoziata (2021)
Attivazione	Obbligatoria, su segnalazione di organi di controllo o creditori pubblici	Volontaria, su iniziativa esclusiva dell'imprenditore
Destinatario	OCRI, organismo terzo presso le Camere di Commercio	Debitore e organo di controllo
Soggetto incaricato	Collegio di tre professionisti di nomina diversificata	Esperto indipendente unico, con requisiti e obbligo formativo
Logica regolatoria	Sanzionatoria	Incentivante, fondata su misure premiali e protezioni
Gestione dell'impresa	Rilevanza dell'iniziativa altrui	Conservazione della gestione ordinaria e straordinaria
Esito applicativo	Efficacia mai entrata in vigore	1.089 istanze nel 2024, a fronte di circa 600 nel 2023

1.1.2 Il cambio di paradigma: la volontarietà come incentivo

Il D.L. 118/2021 segna un passaggio significativo non tanto per la tecnica normativa quanto per la filosofia che la sostiene. Il legislatore abbandona l'impostazione che considera l'imprenditore in difficoltà un soggetto da sottoporre a controllo e lo qualifica come agente economico razionale, al quale è opportuno offrire incentivi affinché adotti le decisioni appropriate in tempo utile.

²⁸ Artt. 25-octies, co. 1 e 2, e 25-novies CCII. La segnalazione dell'organo di controllo si ascrive ai suoi compiti di vigilanza ex artt. 2086, co. 2, e 2403 c.c. Cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*; NEXUMSTP, *op. cit.*, sezione "L'organo di controllo".

Il cardine di questa impostazione è la volontarietà. La Composizione Negoziata non può essere imposta né attivata da terzi: è l'imprenditore commerciale o agricolo iscritto nel Registro delle Imprese a chiedere la nomina dell'Esperto al segretario generale della Camera di Commercio competente, se e quando lo ritiene opportuno.²⁹ La volontarietà non è una rinuncia alla funzione regolatoria, ma il riconoscimento che, nelle materie in cui l'adempimento dipende dalla qualità dell'informazione e dalla fiducia reciproca, la regolazione per incentivi produce risultati migliori della regolazione per obblighi.

Perché l'incentivo funzioni, però, l'accesso deve essere conveniente. La prima leva su cui il Codice lavora è la conservazione del controllo: nel corso delle trattative l'imprenditore non subisce alcuno spossessamento e conserva la gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa, mentre l'Esperto affianca senza sostituire e non ha potere di veto.³⁰ Il tema è ripreso nella Sezione 1.3.1, ma va anticipato qui perché è la ragione principale per cui uno strumento volontario può ragionevolmente aspettarsi adesioni: un imprenditore che sa di perdere l'azienda nel momento in cui richiede assistenza ha un interesse razionale a non richiederla. La seconda leva è la rapidità. Il segretario generale trasmette l'istanza alla commissione entro due giorni lavorativi, la commissione nomina l'Esperto entro cinque giorni lavorativi dalla richiesta, l'Esperto comunica l'accettazione entro due giorni lavorativi dalla ricezione della nomina e convoca tempestivamente l'imprenditore.³¹ Sono termini brevi perché la liquidità di un'impresa in tensione si consuma in settimane, non in trimestri, e uno strumento di emersione precoce che richiedesse mesi per avviarsi contraddirebbe la propria funzione.

La terza leva è la riservatezza, e nel caso di studio analizzato nel Capitolo 3 si rivela decisiva. A differenza del concordato preventivo, che presuppone il deposito di atti destinati alla pubblicità, la composizione negoziata resta stragiudiziale: la nomina dell'Esperto non è soggetta a iscrizione e la pubblicità nel Registro delle Imprese sopravviene soltanto se l'imprenditore chiede l'applicazione delle misure protettive, aprendo quella che la dottrina definisce parentesi giurisdizionale. L'obbligo di riservatezza grava su tutte le parti coinvolte e sull'Esperto, che non è tenuto a deporre sul contenuto delle informazioni acquisite.³² Per un'impresa che opera su commessa in mercati internazionali, dove la percezione della

²⁹ Art. 12, co. 1, CCII. Sui presupposti soggettivi, che includono le imprese sotto soglia non assoggettabili a liquidazione giudiziale ed escludono le società di fatto, cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*

³⁰ Art. 21, co. 1, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*; NEXUMSTP, *op. cit.*, sezione "La gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa in fase negoziale".

³¹ Artt. 13, co. 7, e 17, co. 4 e 5, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*, tabella riassuntiva sull'attività dell'esperto.

³² Art. 16, co. 6, CCII. Sul dovere di riservatezza dell'Esperto e sulla parentesi giurisdizionale, cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*; M. FERRARI, *op. cit.*

solidità finanziaria condiziona l'aggiudicazione dei contratti, la protezione ha un valore economico misurabile, perché un'impresa notoriamente in ristrutturazione può perdere commesse, e con esse il proprio valore di continuità, prima di avere avuto il tempo di risanarsi.

La volontarietà non equivale a discrezionalità priva di conseguenze. L'Esperto che non ravvisi concrete prospettive di risanamento ne dà notizia all'imprenditore e al segretario generale, che dispone l'archiviazione entro cinque giorni lavorativi, e l'imprenditore non può presentare una nuova istanza prima di un anno, termine ridotto per una sola volta a quattro mesi se l'archiviazione è richiesta entro due mesi dall'accettazione dell'Esperto; le parti, dal canto loro, sono tenute alla leale collaborazione, a un riscontro tempestivo e motivato, alla buona fede e correttezza nelle trattative.³³ L'accesso è dunque libero, mentre la condotta tenuta nel corso del percorso è oggetto di valutazione. Resta un profilo che tornerà nelle conclusioni della tesi: un sistema costruito sugli incentivi opera efficacemente nei confronti degli imprenditori onesti e tempestivi, assai meno nei confronti di chi intenda unicamente differire l'emersione. Il legislatore del 2021 ha accettato tale contropartita, rinunciando all'ipotesi di un controllo eteronomo della crisi in cambio di una probabilità più elevata di intercettarla quando è ancora reversibile.

1.1.3 La dicotomia tra crisi e insolvenza: agire quando l'azienda è ancora viva

Il perimetro applicativo dello strumento si costruisce sulle nozioni di crisi e insolvenza dell'art. 2, co. 1, lett. a) e b), CCII e sul modo in cui l'art. 12 le utilizza. La distinzione ha un contenuto giuridico preciso, ma per un'analisi di economia aziendale rileva soprattutto perché separa l'impresa che conserva un valore come sistema organizzativo funzionante da quella per cui tale valore si è in larga parte dissolto.

La crisi è lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi. L'insolvenza, invece, è lo stato che si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori dai quali risulta che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le

³³ Art. 17, co. 5 e 9, CCII; art. 16, co. 6, CCII e art. 4, co. 1, CCII. Cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*, sezione "I creditori".

proprie obbligazioni.³⁴ La differenza è temporale e probatoria: la prima nozione guarda avanti e si misura sui flussi attesi, la seconda guarda a fatti già accaduti e visibili all'esterno. Il presupposto oggettivo della composizione negoziata è più ampio di entrambe. L'art. 12 consente l'accesso a chi si trovi in stato di crisi o insolvenza, oppure anche soltanto in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendano probabile la crisi o l'insolvenza, purché risulti ragionevolmente perseguibile il risanamento. La formulazione, precisata dal terzo correttivo, copre un arco che va dalla pre-crisi, la cosiddetta *twilight zone*, fino a situazioni prossime all'insolvenza o di insolvenza già in atto, a condizione che sia ancora reversibile.³⁵ È una scelta coerente con l'obiettivo di preservare valore, perché escludere dallo strumento più flessibile del sistema proprio le imprese che hanno superato la soglia dell'insolvenza ma conservano un potenziale di recupero avrebbe prodotto liquidazioni evitabili.

Il Codice governa questa estensione senza sacrificare la tutela dei creditori. L'art. 21, co. 1, prevede che, quando nel corso della composizione negoziata risulti che l'imprenditore è insolvente ma esistono concrete prospettive di risanamento, la gestione debba essere condotta nel prevalente interesse dei creditori. Il criterio di condotta si sposta al mutare del presupposto: finché l'impresa è in squilibrio o in crisi, l'imprenditore gestisce evitando pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività; quando l'insolvenza è accertata, l'interesse dei creditori diventa il parametro dominante. Coerentemente, l'accesso allo strumento non trasforma la difficoltà in un'esposizione all'iniziativa del pubblico ministero, perché il terzo correttivo ha chiarito che, nell'ambito delle parentesi giurisdizionali di cui agli artt. 19 e 22, il richiamo all'art. 38 CCII riguarda soltanto il potere del giudice della causa di segnalare l'insolvenza emersa nel procedimento.³⁶

La verifica della reversibilità è affidata a due filtri di natura diversa. Il primo è quantitativo e autodiagnostico: il test pratico disponibile sulla piattaforma telematica nazionale, che esprime la complessità del risanamento come rapporto tra il debito da ristrutturare e i flussi finanziari liberi annualmente destinabili al suo servizio. Il risultato, espresso in anni, colloca l'impresa in una scala che va da un grado di difficoltà contenuto, con risanamento perseguibile mediante il solo ripristino dell'equilibrio finanziario, a un grado molto critico

³⁴ Art. 2, co. 1, lett. a) e b), CCII, la prima come modificata dal D.Lgs. 83/2022. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*

³⁵ Art. 12, co. 1, CCII, con gli incisi aggiunti dal D.Lgs. 136/2024. Sull'ampiezza del presupposto oggettivo, dalla *twilight zone* all'insolvenza reversibile, cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*, sezione "Presupposti soggettivi e oggettivi"; M. FERRARI, *op. cit.*

³⁶ Art. 21, co. 1, CCII; art. 38 CCII e Relazione dell'Ufficio del Massimario della Corte di Cassazione, richiamata da M. FERRARI, *op. cit.*, p. 8. Cfr. altresì NEXUMSTP, *op. cit.*

oltre le sei annualità, dove il riequilibrio presuppone discontinuità gestionale, cessione dell'azienda o di suoi rami, aggregazioni.³⁷ Il secondo filtro è qualitativo e affidato all'Esperto, che dopo l'accettazione convoca senza indugio l'imprenditore per valutare l'esistenza di concrete prospettive di risanamento alla luce del modello di business, del settore, della clientela e delle iniziative industriali già avviate o programmate; la valutazione negativa conduce all'archiviazione.³⁸

L'ampiezza del presupposto ha un ultimo riflesso: il superamento della crisi può avvenire con la prosecuzione dell'attività da parte dell'imprenditore, ma anche mediante il trasferimento dell'azienda o di rami di essa, preservando nella misura possibile i posti di lavoro secondo l'inciso introdotto dal terzo correttivo.³⁹ L'oggetto della tutela non è l'imprenditore e non è l'assetto proprietario: è il complesso produttivo e la sua capacità di restare sul mercato. Un'impresa in crisi conserva componenti di valore che nessuna liquidazione atomistica riesce a monetizzare, come la forza del marchio, i contratti in essere, le competenze del personale, le autorizzazioni necessarie a operare. Quegli elementi si deteriorano rapidamente quando al mercato arriva il segnale dell'insolvenza, e intervenire prima di quel momento serve a mantenere in vita l'oggetto stesso della negoziazione.

1.2 Il recepimento della Direttiva Insolvency (UE) 2019/1023: il primato della finanza interinale

La Composizione Negoziata nasce dentro un disegno europeo che, per la prima volta, prende posizione su come gli ordinamenti nazionali debbano trattare l'impresa in difficoltà. La Direttiva (UE) 2019/1023 del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, è l'intervento più ambizioso mai compiuto dall'Unione in materia concorsuale. L'obiettivo dichiarato è garantire alle imprese sane in difficoltà finanziarie l'accesso a quadri nazionali efficaci di ristrutturazione preventiva che consentano di continuare a operare, agli imprenditori onesti insolventi una seconda opportunità mediante esdebitazione, e a tutte le procedure una maggiore efficienza. Su questa base la Direttiva individua tre settori di intervento: i quadri di ristrutturazione

³⁷ Test pratico di cui all'art. 13, co. 2, CCII e al decreto dirigenziale del Ministero della Giustizia 28 settembre 2021. Cfr. NEXUMSTP, *op. cit.*; A.L. MUSERRA, *op. cit.*

³⁸ Art. 17, co. 5, CCII. Cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*; NEXUMSTP, *op. cit.*, sui compiti dell'Esperto nella fase di valutazione preliminare.

³⁹ Art. 12, co. 2, CCII e art. 22, co. 1, lett. d), CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*

preventiva per il debitore per il quale sussiste una probabilità di insolvenza, le procedure di esdebitazione, le misure di efficientamento.⁴⁰

Il problema affrontato ha una dimensione di mercato interno più che di tecnica giuridica. La frammentazione delle discipline nazionali produceva due effetti distorsivi: il primo è il *forum shopping*, ossia la scelta della giurisdizione più favorevole per condurre la ristrutturazione, con il risultato che operazioni relative a imprese europee venivano strutturate attraverso lo *Scheme of Arrangement* inglese o il *Chapter 11* statunitense. Il secondo, meno visibile ma economicamente più rilevante, è il costo dell'incertezza: chi valuta l'ingresso in un'operazione di *turnaround* transfrontaliera deve valutare rischi legali profondamente diversi da un ordinamento all'altro, e in assenza di parametri comuni quel rischio viene scontato attraverso un premio più elevato o attraverso la rinuncia all'operazione. La tecnica scelta è quella dell'armonizzazione minima, che fissa una soglia sotto la quale nessuno Stato membro può collocarsi e lascia liberi i legislatori nazionali di andare oltre. La scelta ha condizionato il recepimento italiano, perché ha consentito di presentare come attuazione di un obbligo europeo un impianto che su alcuni punti è più avanzato di quanto l'obbligo richiedesse. Fra i temi affrontati la liquidità in corso di ristrutturazione occupa una posizione centrale per una ragione elementare: nessun risanamento è possibile senza cassa, e la cassa non affluisce verso un'impresa in crisi se chi la fornisce non è protetto.

1.2.1 La codificazione europea del "New Money": finanza interinale e nuova finanza

La disciplina europea del finanziamento in corso di ristrutturazione poggia su una distinzione che la Direttiva introduce in sede di definizioni e che l'art. 17 traduce in regime di protezione. Da un lato i finanziamenti temporanei, che la prassi italiana chiama finanza interinale, ossia le risorse erogate durante le trattative per mantenere l'operatività dell'impresa o per preservarne il valore fino alla conclusione delle negoziazioni. Dall'altro, i nuovi finanziamenti, cioè le risorse necessarie ad attuare il piano di ristrutturazione, sono erogati da un creditore esistente o da un creditore nuovo.⁴¹

⁴⁰ Considerando n. 1 della Direttiva (UE) 2019/1023 e sintesi dei tre settori di intervento in NEXUMSTP, *op. cit.*, sezione "La direttiva (UE) 2019/1023".

⁴¹ Definizioni contenute nell'art. 2, par. 1, della Direttiva (UE) 2019/1023, cui corrisponde il regime di protezione di cui all'art. 17 della medesima Direttiva.

La distinzione sembra formale ma non lo è, poiché cambia il momento dell'erogazione, cambia la base informativa su cui il finanziatore decide, cambia il rischio che assume. La finanza interinale viene concessa quando il piano non esiste ancora o esiste in forma embrionale, l'esito delle trattative è ignoto e l'orizzonte di rimborso è indeterminato. La nuova finanza viene concessa quando il piano è definito, la manovra sul debito è nota e il fabbisogno è quantificato, cosicché il finanziatore valuta un progetto industriale e non un esito procedurale incerto. Ne deriva una conseguenza pratica che si osserverà nel caso Valvitalia: la finanza interinale è quasi sempre di importo contenuto, di brevissima durata e finalizzata a coprire fabbisogni puntuali, mentre la nuova finanza è dimensionata sul piano e strutturata insieme alla manovra di ristrutturazione del passivo.

Il legislatore italiano ha ottenuto il risultato attraverso l'art. 22 CCII, che consente al tribunale, verificata la funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori, di autorizzare l'imprenditore a contrarre finanziamenti prededucibili in qualsiasi forma, compresa la richiesta di emissione di garanzie, oppure ad accordarsi con la banca per la riattivazione di linee di credito sospese, nonché di contrarre finanziamenti prededucibili dai soci, in deroga alla postergazione dell'art. 2467 c.c., o di far contrarre finanziamenti prededucibili a società dello stesso gruppo.⁴² La norma copre in un unico congegno autorizzativo entrambe le funzioni che la Direttiva distingue, differenziandole non per la denominazione ma per il momento e la finalità dell'erogazione. Per un'analisi di finanza aziendale occorre chiarire in quali termini si accerti in concreto quella funzionalità. La prassi ha elaborato criteri operativi, esaminati nel Capitolo 2, che il tribunale valuta sentito l'Esperto e che riguardano la destinazione delle risorse prima ancora della loro entità: la funzionalità del finanziamento al ciclo degli approvvigionamenti, la regolarizzazione dei pagamenti fiscali e contributivi, e soprattutto la sostenibilità, poiché non sussiste pregiudizio quando i finanziamenti sono necessari ad assicurare la continuità e l'impresa è in grado di rimborsarli con i soli flussi che dalla continuità derivano, mentre sussiste quando l'utilità per i creditori è compromessa dalla maggiore esposizione debitoria che il finanziamento genera.⁴³ Il criterio è economico e non giuridico: il tribunale non verifica la legittimità di un'operazione, bensì accerta se l'immissione di nuova liquidità

⁴² Art. 22, co. 1, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*, sezione "Le autorizzazioni del tribunale"; A.L. MUSERRA, *op. cit.*, sezione "Gestione dell'impresa in pendenza delle trattative"; NEXUMSTP, *op. cit.*, sezione "L'apporto di nuova finanza".

⁴³ G. ANDREANI, *Composizione negoziata della crisi*, PwC, 14 febbraio 2022, sezioni "Parere dell'esperto in caso di nuovi finanziamenti prededucibili" ed "Effetti pregiudizievoli dei finanziamenti". Nello stesso senso NEXUMSTP, *op. cit.*, sul ruolo dell'Esperto nell'apporto di nuova finanza.

accresce o riduce il valore atteso distribuibile ai creditori. La traduzione operativa dipende dalla qualità della pianificazione di tesoreria, perché un'impresa priva di un budget di cassa attendibile a tredici settimane non presenta una pianificazione oggettiva dell'utilizzo delle risorse.

1.2.2 La neutralizzazione del "Chilling Effect" e lo scudo protettivo (Safe Harbor)

Il *chilling effect* è il fenomeno per cui il timore delle conseguenze legali di un atto compiuto in prossimità dell'insolvenza induce chi dovrebbe agire a non fare nulla. Colpisce l'imprenditore, che rinvia le decisioni per non esporsi a contestazioni, e colpisce chi con l'impresa in crisi ha rapporti economici, dalla banca che valuta se mantenere una linea al fornitore che valuta se consegnare a credito. Se l'ordinamento tratta quegli atti come potenzialmente revocabili o come fonte di responsabilità in caso di successivo dissesto, la scelta razionale per ciascuno di essi è la ritirata, e il paradosso è evidente: regole nate per proteggere i creditori dai comportamenti opportunistici del debitore finiscono per impedire il finanziamento delle imprese salvabili, danneggiando gli stessi creditori che quelle regole intendevano tutelare.

La Direttiva affronta il problema con una soglia minima e una facoltà. Il minimo obbligatorio è duplice: i finanziamenti temporanei e i nuovi finanziamenti non possono essere dichiarati nulli, annullabili o inopponibili in una successiva procedura di insolvenza per il solo fatto di essere pregiudizievoli alla massa dei creditori, e chi li ha erogati non può incorrere in responsabilità civile, amministrativa o penale per il solo fatto dell'erogazione. La facoltà, rimessa alla scelta degli Stati membri e non imposta, è quella di attribuire a tali finanziamenti una priorità di pagamento nella distribuzione dell'attivo rispetto ad altri crediti che sarebbero di rango superiore o pari. Accanto a questo, la Direttiva estende una protezione analoga ad altre operazioni ragionevoli e immediatamente necessarie alla negoziazione del piano, dai compensi professionali alle retribuzioni dei lavoratori, e disciplina i doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza, richiedendo che tengano conto degli interessi dei creditori e adottino misure per evitare l'insolvenza.⁴⁴

⁴⁴ Art. 17 della Direttiva (UE) 2019/1023, che impone la protezione minima e rimette agli Stati membri la facoltà di attribuire priorità di pagamento; artt. 18 e 19 per le altre operazioni protette e per i doveri degli amministratori.

L'Italia ha esercitato la facoltà, e la differenza tra le due opzioni è tecnicamente sottile e finanziariamente rilevante. La protezione minima è difensiva, poiché assicura al finanziatore che non gli sarà chiesto di restituire quanto ricevuto. La prededuzione gli assicura invece un rimborso del proprio credito in via privilegiata rispetto agli altri crediti. Nel primo caso il finanziatore concorre con la massa e il suo tasso di recupero atteso resta basso; nel secondo il suo credito assume un profilo di rischio assimilabile a quello di un creditore privilegiato, e il costo del capitale che l'impresa deve offrire si riduce di conseguenza. La scelta italiana produce quindi effetti che si riflettono sul conto economico dell'impresa in ristrutturazione, non solo sul suo profilo di rischio legale. Sul piano interno le due protezioni minime sono state tradotte nella disciplina degli artt. 23 e 24 CCII, che esentano da revocatoria gli atti coerenti con le trattative e sottraggono ai reati di bancarotta i pagamenti compiuti in conformità all'accordo, subordinando entrambe le protezioni alla condotta effettivamente tenuta nel corso del percorso.⁴⁵ Sul versante bancario il terzo correttivo è intervenuto in termini specifici.⁴⁶

1.2.3 L'impatto sul legislatore italiano: dalla sanzione all'incentivo

Il recepimento italiano è avvenuto con il D.Lgs. 17 giugno 2022, n. 83, secondo correttivo al Codice, in coincidenza con l'entrata in vigore del Codice stesso il 15 luglio 2022, dopo rinvii successivi che ne avevano spostato l'efficacia dall'agosto 2020 al maggio 2022.⁴⁷ La coincidenza temporale non è casuale e ha prodotto un effetto di sistema: la composizione negoziata, nata nell'agosto 2021 come intervento d'urgenza per la fase post-pandemica, è stata trasfusa nel Codice contestualmente all'attuazione della Direttiva, ricevendo così una collocazione organica e una legittimazione europea che il decreto legge da solo non poteva darle.

Il passaggio più significativo riguarda la sostituzione di un istituto con un altro. La composizione negoziata ha preso il posto della composizione assistita davanti agli OCRI, la

⁴⁵ Artt. 23 e 24 CCII, esaminati nella Sezione 1.3.4.

⁴⁶ Il terzo correttivo ha stabilito che la decisione di revoca o sospensione delle linee di credito assunta in pendenza di composizione negoziata debba essere motivata con l'indicazione delle ragioni specifiche, e che la prosecuzione dei rapporti non costituisca di per sé motivo di responsabilità per gli istituti (art. 16, co. 5, CCII). La disposizione incide su entrambi i lati del *chilling effect* bancario, poiché rende più oneroso il disimpegno e meno rischioso il mantenimento dell'esposizione. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*

⁴⁷ Art. 389 CCII; sulla cronologia dei rinvii cfr. M. FERRARI, *op. cit.* Il termine di trasposizione della Direttiva, fissato dall'art. 34, par. 1 al 17 luglio 2021, era prorogabile di un anno ai sensi dell'art. 34, par. 2: cfr. il tracker di Insol Europe riportato in CNDCEC, *Osservatorio internazionale crisi di impresa*, Bollettino n. 4, luglio 2021, p. 59.

quale, secondo la lettura offerta dall'Ufficio del Massimario della Corte di Cassazione, non era mai entrata in vigore soprattutto per la macchinosità dell'intervento, dovuta alla presenza di un organo collegiale di tre professionisti di nomina diversificata, a una scansione temporale fortemente procedimentalizzata e all'assenza di misure volte a incentivare una reale partecipazione dei creditori.⁴⁸ Il rilievo interessa l'analisi economica dello strumento perché individua nella mancanza di incentivi alla partecipazione dei creditori, e non nella carenza di poteri autoritativi, la ragione dell'insuccesso. A parere di chi scrive, un procedimento che non offra alle parti una convenienza a parteciparvi difficilmente produce accordi, indipendentemente dal grado di accuratezza della disciplina che lo regola.

La riprogettazione ha operato su categorie di incentivi distinte per destinatario. Il primo gruppo riguarda l'imprenditore e si esprime nelle misure premiali dell'art. 25-bis CCII, che riducono alla misura legale gli interessi sui debiti tributari maturati nel corso delle trattative, comprimono le sanzioni tributarie e consentono, in caso di pubblicazione del contratto o dell'accordo nel registro delle imprese, un piano di rateazione fino a settantadue rate mensili, elevabile a centoventi in presenza di una comprovata e grave situazione di difficoltà. Lo scenario è comunque reversibile, poiché in caso di successiva liquidazione giudiziale o controllata, o di accertamento dello stato di insolvenza, interessi e sanzioni tornano dovuti senza riduzioni.⁴⁹ L'incentivo premia il risultato e non l'accesso. Il secondo gruppo riguarda i finanziatori e coincide con la prededuzione e con il *safe harbor* esaminati nella sezione precedente. Il terzo riguarda gli organi sociali, per i quali la tempestività della segnalazione e la vigilanza sull'andamento delle trattative sono valutate ai fini della responsabilità ex art. 2407 c.c., così che un adempimento potenzialmente sanzionatorio diventa un elemento di esonero.

Sul piano dell'architettura del sistema, il recepimento ha prodotto una scelta che condiziona il posizionamento strategico dello strumento. La composizione negoziata non è uno degli strumenti di regolazione della crisi, ma può precederli, secondo la definizione dell'art. 2, co. 1, lett. m-bis) CCII. Il legislatore ha così costruito una sequenza a intensità crescente: si comincia con una negoziazione stragiudiziale e riservata; se le trattative producono un risultato, l'imprenditore può fermarsi al contratto, alla convenzione di moratoria o all'accordo con l'Esperto; se serve maggiore forza cogente, può accedere all'accordo di ristrutturazione

⁴⁸ Relazione dell'Ufficio del Massimario della Corte di Cassazione del 10 gennaio 2025, p. 7, richiamata da M. FERRARI, *op. cit.*

⁴⁹ Art. 25-bis CCII, con l'inciso sulle centoventi rate aggiunto dal D.Lgs. 136/2024, e co. 6 per la reversibilità. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*; A.L. MUSERRA, *op. cit.*

dei debiti, al piano di ristrutturazione soggetto a omologazione introdotto all'art. 64-bis, al concordato preventivo; se le trattative non producono nulla, resta la via del concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio ex art. 25-sexies.⁵⁰ Lo strumento funziona quindi anche come dispositivo di instradamento, che consente di trasferire in una sede giudiziale un consenso già costruito fuori da essa.

Il terzo correttivo, D.Lgs. 13 settembre 2024, n. 136, adottato nell'ambito degli impegni assunti con il PNRR, ha completato l'operazione con una finalità che le fonti descrivono come armonizzazione di disposizioni scritte in momenti storici diversi, quelle della legge delega n. 155/2017 e quelle derivanti dalla Direttiva.⁵¹ La formulazione, apparentemente tecnica, registra un fatto sostanziale: il Codice della Crisi è il prodotto di due filosofie successive, una fondata sull'obbligo di segnalare e una fondata sulla convenienza di negoziare, e la seconda ha progressivamente riscritto la prima senza cancellarne del tutto le tracce.

Un limite del sistema di incentivi va segnalato, perché è più generoso sul versante fiscale che su quello contributivo. La proposta di accordo transattivo che l'imprenditore può formulare in corso di trattative è rivolta alle agenzie fiscali e all'Agenzia delle Entrate-Riscossione, mentre non è prevista per gli enti previdenziali e assicurativi.⁵² Per un'impresa manifatturiera ad alta intensità di lavoro, dove il debito verso INPS può rappresentare una quota rilevante dell'esposizione, l'asimmetria non è marginale, perché una parte del passivo resta strutturalmente meno negoziabile e la manovra deve costruirsi intorno a quel vincolo.

1.3 Caratteristiche distintive nel panorama italiano: l'ecosistema della CNC e la leva della prededuzione

Il legislatore italiano ha esercitato la facoltà lasciata aperta dalla Direttiva, scegliendo la prededuzione anziché la sola protezione contro l'inefficacia dei finanziamenti. L'architettura che ne è risultata deve essere intesa come un sistema di regole interdipendenti, non come un elenco di istituti. Ciascuno dei quattro pilastri su cui poggia rimuove un ostacolo che, isolatamente considerato, renderebbe il tentativo di risanamento impraticabile: senza conservazione del controllo l'imprenditore non avrebbe convenienza ad attivarsi; senza un

⁵⁰ Art. 2, co. 1, lett. m-bis), CCII; artt. 23 e 25-sexies CCII; art. 64-bis CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*

⁵¹ D.Lgs. 13 settembre 2024, n. 136, e Relazione dell'Ufficio del Massimario della Corte di Cassazione del 30 gennaio 2025, richiamate da M. FERRARI, *op. cit.*

⁵² Art. 23, co. 2-bis, CCII, inserito dal D.Lgs. 136/2024, e Relazione dell'Ufficio del Massimario cit., p. 29, richiamata da M. FERRARI, *op. cit.*

limite alle azioni individuali le trattative sarebbero compromesse dall'iniziativa dei singoli creditori; senza nuova liquidità la continuità si interrompe prima che l'accordo maturi; senza protezione degli atti compiuti in buona fede nessuna delle parti avrebbe interesse a cooperare. I pilastri operano soltanto in modo congiunto: le misure protettive non accompagnate da nuova finanza sospendono le azioni esecutive senza arrestare l'assorbimento di cassa; la nuova finanza priva di misure protettive alimenta un'impresa il cui patrimonio viene progressivamente eroso dalle iniziative individuali dei creditori; entrambe, in assenza di *safe harbor*, espongono chi ha cooperato a un rischio che nessun operatore razionale è disposto ad assumere.

1.3.1 Il paradigma del Debtor in Possession (art. 21 CCII)

Nella composizione negoziata l'imprenditore non subisce spossessamento: nel corso delle trattative conserva la gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa, e l'Esperto lo affianca senza sostituirlo.⁵³ È la traduzione italiana del principio del *debtor in possession*, che la Direttiva enuncia richiedendo che il debitore mantenga il controllo totale o almeno parziale dell'attività durante la ristrutturazione preventiva.

La scelta ha una giustificazione economica che non è immediata, poiché affidare la gestione a un organo terzo, come avviene nelle procedure liquidatorie, sembrerebbe più prudente. Tale conclusione, tuttavia, non trova conferma sul piano operativo. Sul piano informativo, l'imprenditore conosce clienti, contratti, processi produttivi e criticità della filiera con un grado di dettaglio che nessun soggetto esterno è in grado di acquisire in tempi brevi, e la sostituzione non elimina l'asimmetria informativa ma la trasforma in un ostacolo operativo. Sul piano relazionale, i rapporti con i committenti strategici e con i fornitori critici sono spesso legati a persone determinate, e si deteriorano rapidamente quando queste vengono sostituite in un contesto di incertezza. Sul piano degli incentivi, chi sa di perdere il controllo nel momento in cui richiede assistenza ha una ragione razionale per non richiederla, e questo riporta al problema del ritardo esaminato nella Sezione 1.1.

La conservazione del controllo non è priva di contrappesi, e il modo in cui il Codice li costruisce sostituisce l'autorizzazione preventiva con la trasparenza obbligatoria. L'imprenditore deve informare preventivamente e per iscritto l'Esperto, tramite la piattaforma, quando intende compiere atti di straordinaria amministrazione e ogni volta che

⁵³ Art. 21, co. 1, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*; A.L. MUSERRA, *op. cit.*, sezione "L'esperto"; NEXUMSTP, *op. cit.*

i pagamenti che intende eseguire possano risultare non coerenti con l'andamento delle trattative e con le prospettive di risanamento.⁵⁴ L'Esperto che ritenga l'atto pregiudizievole segnala per iscritto il proprio dissenso all'imprenditore e all'organo di controllo; se l'atto viene compiuto nonostante la segnalazione, ha facoltà di iscrivere il dissenso nel registro delle imprese, e l'iscrizione diventa obbligatoria quando l'atto pregiudica gli interessi dei creditori.⁵⁵ La formulazione è più sofisticata di un potere di veto, perché l'Esperto non blocca l'operazione ma la rende visibile: la sanzione non è l'inefficacia dell'atto, è la perdita della protezione e della credibilità. Il controllo opera, dunque, attraverso la reputazione e attraverso il regime di revocabilità, non attraverso la sostituzione dell'organo gestorio.

1.3.2 La stabilizzazione del working capital tramite le misure protettive (art. 18 CCII)

Il capitale circolante netto è la grandezza su cui la crisi si manifesta prima che il bilancio la registri. Quando i creditori percepiscono la difficoltà, ciascuno adotta il comportamento individualmente razionale: i fornitori chiedono pagamento anticipato o sospendono le consegne, le banche riducono gli affidamenti autoliquidanti, i clienti allungano i tempi di pagamento, i locatori attivano le procedure di sfratto per morosità. La somma di comportamenti singolarmente sensati produce un esito collettivamente distruttivo, perché sottrae circolante proprio all'impresa che ne avrebbe bisogno per generare i flussi con cui rimborsare quegli stessi creditori. È il problema che la letteratura descrive come corsa dei creditori sul patrimonio comune.

Le misure protettive dell'art. 18 CCII intervengono su questo meccanismo: possono essere chieste con l'istanza di nomina dell'Esperto o successivamente, e operano dal giorno della pubblicazione dell'istanza nel registro delle imprese, unitamente all'accettazione dell'Esperto. Dalla pubblicazione i creditori interessati non possono acquisire diritti di prelazione se non concordati con l'imprenditore, né iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio o sui beni con cui è esercitata l'attività; le prescrizioni restano sospese e le decadenze non si verificano; fino alla conclusione delle trattative o

⁵⁴ Art. 21, co. 2, CCII. Cfr. G. ANDREANI, *op. cit.*, sezione "Il preavviso all'imprenditore circa atti straordinari e pagamenti incoerenti", che segnala l'opportunità che l'Esperto definisca già nel primo incontro i tempi dell'informativa.

⁵⁵ Art. 21, co. 3 e 4, CCII. Cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*, sezione "Gestione dell'impresa in pendenza delle trattative".

all'archiviazione non può essere pronunciata sentenza di apertura della liquidazione giudiziale o di accertamento dello stato di insolvenza.⁵⁶

Due dettagli tecnici incidono direttamente sulla gestione del circolante e vengono spesso trascurati. Il primo è che i pagamenti non sono inibiti: a differenza di quanto accade in altri percorsi, l'imprenditore può continuare a pagare anche debiti anteriori, purché coerentemente con le trattative, e questa facoltà è ciò che consente di mantenere in linea i fornitori critici. Il secondo è che le misure protettive non incidono sui diritti di credito dei lavoratori, che restano liberi di agire.⁵⁷ Il perimetro della protezione non copre dunque l'intero passivo, e la manovra deve tenerne conto.

Sul fronte bancario la disciplina è particolarmente articolata, perché è in tale ambito che si concentra il rischio di erosione del circolante. I creditori interessati dalle misure non possono rifiutare unilateralmente l'adempimento dei contratti pendenti, provocarne la risoluzione, anticiparne la scadenza o modificarli in danno dell'imprenditore, e banche e intermediari non possono revocare le linee di credito già concesse per il solo fatto del mancato pagamento di crediti anteriori alla pubblicazione dell'istanza; dal momento della conferma delle misure non possono neppure mantenere la sospensione delle linee accordate al momento dell'accesso, se non dimostrano che essa dipende dall'applicazione della vigilanza prudenziale.⁵⁸ La disciplina riconosce quindi un limite esterno alla protezione, costituito dai vincoli regolamentari cui gli intermediari sono soggetti.⁵⁹

La protezione non è né automatica né indefinita. L'efficacia è subordinata al tempestivo deposito del ricorso al tribunale e alla fissazione dell'udienza, all'esito della quale il giudice, sentito l'Esperto, provvede con ordinanza fissando una durata non inferiore a trenta e non superiore a centoventi giorni, prorogabile entro un massimo complessivo di duecentoquaranta. La conferma presuppone la ragionevole probabilità di perseguire il risanamento, il rischio che le iniziative esecutive pregiudichino le trattative e la continuità, e la proporzionalità tra il sacrificio imposto ai creditori e la finalità perseguita.⁶⁰

⁵⁶ Art. 18, co. 1 e 4, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*, sezione "Misure protettive"; A.L. MUSERRA, *op. cit.*; NEXUMSTP, *op. cit.*, sezione "Quali benefici?".

⁵⁷ Art. 18, co. 1 e 3, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*; NEXUMSTP, *op. cit.*, che segnala come l'imprenditore possa procedere ai pagamenti senza incorrere nella violazione del divieto di pagamento dei debiti pregressi previsto per altre procedure.

⁵⁸ Art. 18, co. 5 e 5-bis, CCII, quest'ultimo introdotto dal D.Lgs. 136/2024. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*; NEXUMSTP, *op. cit.*

⁵⁹ Su tale limite si concentra, come si vedrà nel Capitolo 3, una parte rilevante della negoziazione con il ceto bancario, poiché la sospensione e la revoca disposte in applicazione della disciplina di vigilanza prudenziale restano ferme anche in pendenza delle misure protettive.

⁶⁰ Artt. 18, co. 5, e 19 CCII. Sui requisiti di fumus, periculum e proporzionalità, cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*; M. FERRARI, *op. cit.*

L'ambito soggettivo è modulabile, perché le misure possono riguardare tutti i creditori, creditori determinati, categorie di creditori o determinate iniziative da essi intraprese.⁶¹ La selettività ha un effetto negoziale evidente: chiedere la protezione soltanto verso chi ha già avviato azioni segnala ai creditori disponibili che la loro collaborazione è riconosciuta, e agli altri che l'alternativa alla negoziazione non è l'esecuzione ma il congelamento. Il termine massimo funziona da vincolo simmetrico, poiché obbliga l'imprenditore a usare produttivamente la finestra e assicura ai creditori che il sacrificio ha una scadenza certa.

1.3.3 La rivoluzione finanziaria: l'articolo 22 del CCII e la prededuzione

Un'impresa in crisi che chieda credito si presenta con bilanci deteriorati, prospettive incerte e un patrimonio già in larga parte vincolato a garanzia dei creditori esistenti. Qualsiasi nuovo finanziatore concorrerebbe con quei creditori nella distribuzione dell'attivo, in posizione chirografaria, con un tasso di recupero atteso talmente basso da rendere l'operazione non remunerativa a condizioni che l'impresa possa sostenere. È il fenomeno noto come *debt overhang*: il debito pregresso assorbe il valore prodotto da qualsiasi nuovo investimento e ne impedisce quindi la realizzazione. Il problema non attiene alla scarsità di capitali, bensì all'allocazione della priorità.

L'art. 22 CCII interviene su quella priorità. Su richiesta dell'imprenditore, e verificata la funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori, il tribunale può autorizzare finanziamenti prededucibili in qualsiasi forma, compresa la richiesta di emissione di garanzie, l'accordo con banche e intermediari per la riattivazione di linee di credito sospese, i finanziamenti prededucibili erogati dai soci in deroga alla postergazione dell'art. 2467 c.c. e quelli contratti da società appartenenti al medesimo gruppo.⁶²

La prededuzione non è automatica. Nasce dall'autorizzazione, e l'autorizzazione presuppone una verifica di funzionalità economica condotta dal tribunale, sentito l'Esperto, secondo i criteri esaminati nella Sezione 1.2.1. Le autorizzazioni operano in ambito residuale ed eccezionale e vanno richieste prima che si concluda l'incarico dell'Esperto,⁶³ cosicché chi struttura l'operazione deve ragionare per tempo: la protezione non si recupera a posteriori. Quanto al contenuto, i crediti prededucibili sono soddisfatti con preferenza rispetto agli altri

⁶¹ Art. 18, co. 1 e 3, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*, tabella sulle misure protettive.

⁶² Art. 22, co. 1, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*; NEXUMSTP, *op. cit.*, sezione "L'apporto di nuova finanza"; A.L. MUSERRA, *op. cit.*, che segnala la deroga alla postergazione ex art. 2467 c.c.

⁶³ A.L. MUSERRA, *op. cit.*, sezione "Gestione dell'impresa in pendenza delle trattative".

nella distribuzione dell'attivo di un'eventuale procedura successiva, il che colloca il nuovo finanziatore in una posizione strutturalmente diversa da quella di un creditore concorrente. La preferenza va però intesa nei suoi limiti tecnici, perché non si estende a quanto ricavato dalla liquidazione dei beni oggetto di pegno e di ipoteca per la parte destinata ai creditori garantiti.⁶⁴ La prededuzione migliora radicalmente la posizione del finanziatore rispetto alla massa, ma non spoglia i creditori assistiti da garanzia reale del ricavato dei beni su cui la garanzia insiste, e la differenza è rilevante quando si valuta la capacità dell'impresa di attrarre nuova finanza: ciò che conta non è soltanto l'esistenza della prededuzione, ma la consistenza dell'attivo libero su cui essa potrà operare.

L'effetto sul costo del capitale completa l'analisi. Riducendo la probabilità di perdita in caso di insuccesso, la prededuzione consente al finanziatore di richiedere una remunerazione inferiore a quella che pretenderebbe in assenza di protezione, e la norma non si limita quindi a tutelare chi eroga: rende sostenibile per l'impresa il costo del finanziamento, incidendo così sulla probabilità stessa che il risanamento riesca. A completare il quadro interviene la conservazione degli effetti degli atti autorizzati, che sopravvivono all'eventuale insuccesso della manovra.⁶⁵ In assenza di tale regola la prededuzione costituirebbe una posizione condizionata all'esito, come tale non suscettibile di valutazione da parte di un investitore professionale.

1.3.4 Lo scudo della "Safe Harbor": esenzione da revocatorie e reati fallimentari

La Sezione 1.2.2 ha collocato il safe harbor nel quadro europeo. Il suo contenuto tecnico va esaminato guardando a come si distribuisce fra i soggetti coinvolti, perché è da quella distribuzione che dipende la capacità dello strumento di produrre cooperazione. Per l'imprenditore lo scudo consiste nella non assoggettabilità a revocatoria degli atti, dei pagamenti e delle garanzie posti in essere dopo l'accettazione dell'incarico dell'Esperto, a condizione che siano coerenti con l'andamento e lo stato delle trattative e con le prospettive di risanamento esistenti al momento in cui sono stati compiuti, e nell'esenzione dai reati di bancarotta per gli atti compiuti in conformità alle trattative.⁶⁶ Per i creditori che accettano di

⁶⁴ Art. 6 CCII sui crediti prededucibili e sui limiti della preferenza rispetto al ricavato dei beni oggetto di pegno e ipoteca.

⁶⁵ Art. 24, co. 1, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*, sezione "Conservazione degli effetti".

⁶⁶ Art. 24, co. 2, CCII, con richiamo all'art. 166, co. 2; art. 23, co. 1, lett. c), CCII, con gli effetti degli artt. 166, co. 3, lett. d), e 324 CCII. Cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*

continuare a fornire beni, servizi o credito consiste nella stabilità dei pagamenti ricevuti; per i finanziatori, nella combinazione tra prededuzione e conservazione degli effetti degli atti autorizzati.

La protezione è condizionata e reversibile, e la condizione non è formale. Gli atti di straordinaria amministrazione e i pagamenti compiuti dopo l'accettazione restano soggetti alle azioni degli artt. 165 e 166 CCII quando l'Esperto ha iscritto il proprio dissenso o quando il tribunale ha rigettato la richiesta di autorizzazione, e la responsabilità dell'imprenditore per gli atti compiuti resta comunque ferma.⁶⁷ Lo scudo non copre dunque lo strumento ma la condotta tenuta al suo interno.

Il risultato di sistema è la rimozione del *chilling effect*, cui si aggiunge un effetto segnaletico. La presenza di un quadro che protegge chi coopera modifica anche il calcolo dei creditori esistenti, poiché un creditore che sappia che l'impresa può accedere a liquidità protetta, e che i pagamenti ricevuti nel frattempo sono stabili, ha una ragione in meno per procedere all'escussione immediata. Lo scudo protettivo non costituisce quindi una concessione fatta a spese della massa: è il meccanismo che rende conveniente per la massa attendere l'esito di una negoziazione. Un sistema di protezioni così ampio opera tuttavia soltanto se chi ne certifica i presupposti è competente e indipendente, ed è la ragione per cui il Codice ha investito sui requisiti dell'Esperto.

1.4 L'importanza della finanza esterna nei processi di risanamento e riorganizzazione

La dimensione economica del problema che l'architettura giuridica intende risolvere si riassume in una domanda: *perché la disponibilità di risorse finanziarie esterne è tanto spesso la variabile che separa un risanamento riuscito da una liquidazione distruttiva di valore?*

La risposta non risiede nella scarsità di capitale, bensì nella difficoltà di far incontrare capitale e impresa in un contesto nel quale chi dispone delle risorse non è in grado di distinguere le imprese risanabili da quelle che non lo sono, e nel quale chi partecipa al salvataggio rischia di ricevere un trattamento peggiore rispetto a chi si è astenuto dal parteciparvi. Si tratta di due fallimenti distinti, uno informativo e uno di coordinamento, sui quali la composizione negoziata interviene con strumenti differenti.

⁶⁷ Art. 24, co. 3 e 4, CCII, con richiamo agli artt. 165 e 166 CCII e all'art. 21, co. 4, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*

1.4.1 Il superamento dell'asimmetria informativa e il rischio di "fuga dei capitali"

Un'impresa in tensione finanziaria si presenta al mercato del credito in condizioni di asimmetria informativa acuta. L'imprenditore conosce la reale consistenza degli ordini, la qualità del portafoglio clienti, la marginalità effettiva delle commesse, la natura reversibile o strutturale dello squilibrio; il finanziatore osserva bilanci storici, segnalazioni in centrale rischi e indicatori che per costruzione arrivano in ritardo. In presenza di questa asimmetria il finanziatore razionale non alza il prezzo del credito: lo razionalizza, ossia si ritira, perché non disponendo di strumenti per separare i debitori risanabili da quelli irrecuperabili preferisce non selezionare affatto. Il risultato è che imprese dotate di valore di continuità restano senza liquidità per la stessa ragione per cui restano senza liquidità quelle che ne sono prive.

A questa dinamica di mercato l'ordinamento italiano ha storicamente aggiunto un fattore di aggravamento di natura legale. Il timore di incorrere in un'azione per abusiva concessione del credito ha rappresentato, per gli intermediari, una ragione autonoma per disimpegnarsi nel momento in cui l'impresa manifestava la propria difficoltà, poiché chi manteneva l'esposizione rischiava di rispondere verso gli altri creditori per avere artificialmente prolungato la vita di un'impresa già decotta. La conseguenza è una fuga dei capitali indotta dalla norma, e non dal mercato. Il terzo correttivo ha affrontato il problema stabilendo che la decisione di revoca delle linee di credito debba essere motivata con l'indicazione delle ragioni specifiche e comunicata agli organi di gestione e di controllo, e che la prosecuzione dei rapporti non costituisca motivo di responsabilità per l'istituto. La ratio è stata resa esplicita dall'Ufficio del Massimario, secondo cui la disposizione esclude la possibilità di future azioni di abusiva concessione del credito, incoraggiando così indirettamente la concessione di liquidità all'impresa.⁶⁸ La norma non impone a nessuno di finanziare: rimuove la ragione per cui era razionale non farlo.

Sul versante informativo il Codice opera su tre livelli. Il debitore è tenuto a rappresentare la propria situazione all'Esperto e alle parti in modo completo e trasparente, e a gestire l'impresa senza pregiudicare ingiustamente i creditori. Le controparti sono gravate dal dovere di leale collaborazione, dall'obbligo di riservatezza e da quello di dare riscontro in modo tempestivo

⁶⁸ Art. 16, co. 5, CCII e Relazione dell'Ufficio del Massimario della Corte di Cassazione, p. 12, richiamata da M. FERRARI, *op. cit.*, sezione "Le banche e gli intermediari finanziari".

e motivato. La condivisione documentale passa infine dalla piattaforma, dove i creditori possono inserire le informazioni sulla propria posizione e accedere ai documenti caricati dall'imprenditore.⁶⁹

Il fattore che rende credibile questo flusso informativo non è l'obbligo ma l'esistenza di un soggetto terzo che lo verifica. L'Esperto attribuisce credibilità alla posizione dell'impresa nei confronti dei creditori e può richiedere all'imprenditore, ai creditori e alle altre parti ogni informazione utile allo svolgimento dell'incarico, restando tenuto alla riservatezza sulle dichiarazioni rese e sulle informazioni acquisite salvo consenso della parte da cui provengono.⁷⁰ Un creditore finanziario non deve quindi fidarsi delle rappresentazioni del debitore, perché può fondarsi su una valutazione condotta da un professionista indipendente che risponde professionalmente e reputazionalmente di quel giudizio. Qui la figura dell'Esperto svolge una funzione economica e non soltanto procedurale, poiché trasforma informazione privata in informazione condivisa senza renderla pubblica.

Alla riduzione dell'asimmetria si affianca la gestione del coordinamento: la prassi suggerisce che gli incontri con le parti possano essere tenuti separatamente quando occorra tutelare la riservatezza delle informazioni, mentre all'incontro con i creditori finanziari è opportuno che siano invitati contestualmente tutti gli istituti con cui l'imprenditore abbia esposizioni pendenti.⁷¹ La scelta non risponde a esigenze meramente organizzative: la convocazione congiunta degli istituti impedisce a ciascuno di attendere l'iniziativa degli altri, che è il comportamento da cui nelle ristrutturazioni multibanca deriva la situazione di stallo più frequente. Un ultimo strumento riguarda la fase in cui l'asimmetria si sposta dal presente al futuro, perché una volta raggiunto l'accordo i creditori che hanno accettato sacrifici devono poter verificare che il piano venga eseguito. A questo risponde la figura del *Chief Restructuring Officer*, la cui nomina appare opportuna soprattutto quando ai creditori siano riconosciuti ristori condizionati al raggiungimento di risultati prefissati, sotto forma di *earn out*, oppure strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346 c.c.⁷²

⁶⁹ Artt. 16, co. 4 e 6, e 4, co. 1, CCII; art. 15 CCII, con richiamo al Regolamento (UE) 2016/679. Cfr. A.L. MUSERRA, *op. cit.*; M. FERRARI, *op. cit.*

⁷⁰ Art. 16, co. 3, CCII. Cfr. NEXUMSTP, *op. cit.*, sulla credibilità che l'Esperto assicura alla posizione dell'impresa; G. ANDREANI, *op. cit.*

⁷¹ G. ANDREANI, *op. cit.*, sezione "Svolgimento delle trattative con le parti interessate".

⁷² G. ANDREANI, *op. cit.*, sezione "Formulazione delle proposte dell'imprenditore e delle parti interessate"; NEXUMSTP, *op. cit.*, sezione "La fase esecutiva del processo di risanamento: la figura del Chief Restructuring Officer".

1.4.2 La classificazione temporale e strategica del "New Money"

Il denaro che affluisce verso un'impresa in ristrutturazione non è omogeneo: si differenzia per il momento in cui arriva, per la funzione che svolge nel piano e per la forma tecnica che assume. Lungo la dimensione temporale la composizione negoziata distingue due fasi. Nella prima, che coincide con le trattative, il fabbisogno è di sopravvivenza, perché serve cassa per gli approvvigionamenti, per le retribuzioni, per la regolarizzazione dei pagamenti fiscali e contributivi necessaria a mantenere il DURC e quindi la partecipazione alle gare. È la funzione della finanza interinale, e il suo canale è l'autorizzazione dell'art. 22 CCII, che copre anche la riattivazione di linee di credito sospese, ossia la forma più economica di nuova liquidità, poiché non richiede l'ingresso di un nuovo soggetto ma il ripristino di un rapporto esistente. Nella seconda fase, quella dell'attuazione della soluzione individuata a esito delle trattative, il fabbisogno è di investimento, perché serve capitale per finanziare le iniziative industriali su cui il piano poggia. La distinzione incide sulla struttura dell'operazione, dato che la prima tranche viene decisa in condizioni di incertezza sull'esito e la seconda in presenza di un accordo già definito.

Lungo la dimensione strategica la differenza è tra risorse che assumono la forma del debito e risorse che assumono la forma del capitale di rischio. Il debito, protetto dalla prededuzione, offre al finanziatore tutela del capitale ma nessuna partecipazione ai risultati del turnaround; il capitale di rischio, apportato dai soci esistenti o da nuovi investitori, espone alla perdita integrale ma cattura il valore che il risanamento genera. Tra i due estremi si collocano gli strumenti ibridi già richiamati, dagli strumenti finanziari partecipativi ai meccanismi di *earn out*. La composizione negoziata agevola anche l'apporto dei soci, autorizzando finanziamenti prededucibili da essi erogati in deroga alla postergazione dell'art. 2467 c.c., e rimuove così il disincentivo per cui chi conosce meglio l'impresa, e quindi ne sarebbe il finanziatore naturale, era anche destinato a essere pagato per ultimo.

Nel calcolo del debito da ristrutturare, i nuovi conferimenti e finanziamenti previsti, anche postergati, e i flussi di cassa attesi dalla dismissione di cespiti o rami d'azienda non strategici sono portati in diminuzione, mentre la stima dell'eventuale margine operativo netto negativo del primo anno è portata in aumento.⁷³ La formula rende quantitativamente visibile ciò che l'analisi qualitativa suggerisce: la nuova finanza riduce direttamente la grandezza da ristrutturare e quindi migliora il grado di difficoltà del risanamento, mentre l'assorbimento

⁷³ NEXUMSTP, *op. cit.*, sezione "Test pratico preliminare di autovalutazione"; A.L. MUSERRA, *op. cit.*, sezione "Test pratico".

di cassa della fase di turnaround lo peggiora. È la ragione per cui la tempestività dell'ingresso di risorse esterne incide sull'esito più della loro entità assoluta.

1.4.3 Le garanzie per gli investitori: il paradigma della prededuzione

Nella finanza ordinaria la protezione del creditore passa dalle garanzie reali, ma nel finanziamento di un'impresa in crisi questo canale è quasi sempre esaurito: gli immobili sono ipotecati, i macchinari gravati da privilegio, i crediti commerciali ceduti o già oggetto di anticipazione bancaria, e chi interviene successivamente trova un patrimonio privo di capienza residua. La garanzia contrattuale offre tutela limitata, dato che i *covenant* e le clausole di accelerazione presuppongono la capacità di reagire a un inadempimento, che è precisamente ciò che le misure protettive sospendono.

La prededuzione risponde a questo vuoto operando su un piano diverso da quello del singolo bene. Non attribuisce al finanziatore un diritto su un cespite, gli attribuisce una posizione nell'ordine di distribuzione dell'attivo di una eventuale procedura successiva. È una garanzia di sistema, che non richiede la disponibilità di beni liberi né la capacità di monitorare il comportamento del debitore, e che per questo funziona anche quando la finanza ordinaria non ha più appigli. Ciò che un investitore professionale verifica, oltre ai limiti già esaminati nella Sezione 1.3.3, è la stabilità della protezione nel tempo: gli atti autorizzati conservano i propri effetti anche in caso di successiva omologazione di uno strumento di regolazione o di apertura della liquidazione giudiziale, ed è questa regola a rendere la prededuzione una garanzia e non una promessa condizionata all'esito del risanamento.⁷⁴

Resta un limite strutturale che spiega perché la prededuzione, da sola, non sia sufficiente ad attrarre tutte le categorie di investitore. La prededuzione protegge il capitale investito ma non offre partecipazione al valore creato, e rende quindi razionale l'erogazione di credito senza remunerare l'assunzione di rischio imprenditoriale. Gli operatori specializzati nelle ristrutturazioni, che ricercano rendimenti proporzionati al rischio assunto, tendono per questo a strutturare il proprio intervento combinando debito protetto e strumenti di partecipazione al risultato, quando non attraverso l'ingresso diretto nel capitale. È il modello consolidatosi nel mercato statunitense del *DIP financing*, di cui la Sezione 1.5 ricostruisce genesi e strategie, e che nel caso Valvitalia si ritrova nella struttura dell'intervento congiunto di un investitore istituzionale e di un operatore specializzato in ristrutturazioni.

⁷⁴ Artt. 6 e 24, co. 1, CCII. Cfr. M. FERRARI, *op. cit.*, sezione "Conservazione degli effetti".

1.5 Analisi comparata: l'internazionalizzazione del turnaround

La composizione negoziata è l'adattamento nazionale di modelli maturati altrove, e la sua valutazione richiede di collocarla accanto agli ordinamenti da cui quei modelli provengono. Il motore della circolazione è la competizione fra ordinamenti: chi gestisce una crisi con dimensione transfrontaliera dispone di un margine di scelta sulla giurisdizione in cui condurre la ristrutturazione, e lo esercita guardando alla prevedibilità degli esiti, alla rapidità delle procedure e soprattutto alla solidità delle protezioni offerte a chi immette nuove risorse. Che la competizione sia un fattore reale delle scelte legislative, e non una ricostruzione teorica, lo dimostra il caso tedesco. Nel recepire la Direttiva, il legislatore della Germania, il cui diritto dell'insolvenza è considerato fra i più efficienti al mondo, ha dichiarato l'obiettivo di formalizzare un sistema più competitivo sul piano internazionale, offrendo un'alternativa allo Scheme of Arrangement britannico e al WHOA olandese, entrambi entrati in vigore il 1° gennaio 2021.⁷⁵

Il riferimento principale resta il Chapter 11 del Bankruptcy Code statunitense, che ha ispirato negli ultimi decenni la disciplina della crisi d'impresa di molti paesi europei. La ragione della sua centralità è stata sintetizzata in dottrina osservando che si tratta della procedura di riorganizzazione più antica e collaudata esistente, e che consente una conservazione dei valori aziendali superiore di circa il 78 per cento rispetto alla procedura liquidatoria del Chapter 7.⁷⁶ Accanto al modello americano, la Francia ha sviluppato una famiglia di strumenti negoziali riservati che, per struttura e per logica, è il precedente europeo più prossimo alla composizione negoziata.

1.5.1 La figura del Debtor in Possession (DIP) nel Chapter 11 statunitense

Il sistema americano conosce un'unica procedura, il *bankruptcy*, che si articola nella liquidazione del patrimonio con il Chapter 7 oppure nel risanamento attraverso il Chapter 11, mentre il Chapter 15 disciplina il coordinamento delle procedure transfrontaliere. L'assetto attuale risale al Bankruptcy Code introdotto dal Congresso nel 1978.⁷⁷

⁷⁵ H. VALLENDER, *Nuove disposizioni opzionali tedesche di ristrutturazione per le aziende in crisi*, in CNDCEC, *Osservatorio internazionale crisi di impresa*, Bollettino n. 4, luglio 2021, p. 69 ss., par. 1.

⁷⁶ E. WARREN, J.L. WESTBROOK, *The success of Chapter 11: a challenge to the critics*, in Michigan Law Review, 2009, 107, p. 603 ss., richiamato da F. GRIECO, *La procedura del Chapter 11 del Bankruptcy Code statunitense*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 6/2024, p. 40.

⁷⁷ F. GRIECO, *op. cit.*, p. 40.

Le radici culturali sono molto più antiche, e spiegano perché il diritto americano tratti l'insolvenza in modo diverso da quello continentale. Il concetto di *business reorganization* nasce negli Stati Uniti nel diciannovesimo secolo a seguito del dissesto del sistema ferroviario, che rese necessario l'intervento del legislatore con i Bankruptcy Acts del 1867 e del 1898. Fu quest'ultimo a porre le fondamenta del sistema odierno, riconoscendo all'*honest but unfortunate debtor* il diritto a un *fresh start and a second chance* e tentando di bilanciare l'interesse del debitore a non essere espulso dal mercato con l'interesse dei creditori al massimo recupero possibile.⁷⁸ Già nel 1898, dunque, il legislatore americano aveva maturato la convinzione che un'impresa valga più per i creditori e per la collettività se risanata anziché liquidata.

Su questa premessa si innesta il principio del *debtor in possession*: il debitore che accede al Chapter 11 conserva il controllo dell'impresa e ne prosegue la gestione, con poteri e responsabilità assimilabili a quelli di un *trustee*, sotto la supervisione del tribunale fallimentare. Le ragioni di efficienza sono quelle analizzate nella Sezione 1.3.1, ma l'ordinamento americano le accompagna con contrappesi che il modello italiano non possiede, poiché il comitato dei creditori chirografari esercita un controllo attivo sull'attività del *debtor in possession* e la sua presenza rappresenta, nelle raccomandazioni dell'American Bankruptcy Institute, il modello di riferimento per le imprese di grandi dimensioni.⁷⁹ Per avviare la procedura è sufficiente che il debitore presenti un'istanza, e dal deposito opera l'*automatic stay*, che sospende qualsiasi azione legale o procedura esecutiva pendente contro il debitore, salvo i procedimenti penali e i giudizi di accertamento del credito.⁸⁰ La differenza rispetto alle misure protettive italiane è strutturale: lo *stay* americano è automatico, generalizzato e non richiede né ricorso né conferma, mentre l'art. 18 CCII costruisce una protezione richiesta, modulabile e soggetta a verifica giudiziale entro termini brevi. Il modello americano privilegia la certezza immediata, quello italiano la proporzionalità.

Il centro della procedura è il piano di riorganizzazione, che il debitore deve presentare entro centoventi giorni dal deposito dell'istanza e i creditori approvare entro centottanta, con termini prorogabili fino a diciotto e venti mesi. Il piano ripartisce i crediti in classi e distingue i creditori *impaired*, ammessi al voto, da quelli *unimpaired*, che non votano perché non subiscono pregiudizio; poiché la normativa consente di suddividere creditori omogenei in

⁷⁸ P. MANGANELLI, *Chapter 11 e Raccomandazione della Commissione del 12 marzo, un confronto*, in *Il Fallimento*, 2015, 10, p. 1136, richiamato da F. GRIECO, *op. cit.*, p. 40, nota 2.

⁷⁹ F. GRIECO, *op. cit.*, p. 43.

⁸⁰ F. GRIECO, *op. cit.*, pp. 44-45.

classi diverse, il debitore dispone di un margine strategico nel costruire il consenso. Per l'approvazione occorre, in ciascuna classe, il voto favorevole di almeno i due terzi dell'ammontare dei crediti e della maggioranza numerica dei creditori, e per l'omologazione è necessario che almeno una classe di crediti deteriorati abbia votato a favore.⁸¹

Il sistema ha mostrato limiti proprio dove la composizione negoziata italiana ha invece la sua vocazione naturale, cioè nelle imprese minori. Su indicazione della commissione istituita nel 2012 dall'American Bankruptcy Institute, che raccomandava di ridurre le barriere di ingresso e di garantire al *debtor in possession* maggiore flessibilità nell'organizzazione del finanziamento, il Congresso ha approvato lo Small Business Reorganization Act, entrato in vigore nel 2020, che ha introdotto il Subchapter V: una procedura più snella, priva del comitato dei creditori chirografari e quindi meno onerosa, nella quale il fiduciario nominato svolge un ruolo di mediatore e facilitatore nella predisposizione di un piano consensuale.⁸²

Il Subchapter V offre anche un avvertimento utile per la valutazione dello strumento italiano, perché la dottrina americana ha rilevato che alla procedura hanno fatto ricorso anche imprese in grado di manipolarne i vantaggi, segnalando la necessità di evitare che grandi aziende e fondi di private equity la utilizzino al solo fine di eludere le protezioni dei creditori.⁸³ Ogni semplificazione pensata per le imprese minori genera un rischio di uso opportunistico da parte di soggetti che non ne sono i destinatari, e la funzione di filtro attribuita in Italia all'Esperto va letta anche in questa prospettiva.

1.5.2 Il DIP Financing e la Section 364 del Bankruptcy Code

Il *debtor in possession*, da solo, non produce risanamenti, perché un'impresa che conserva il controllo ma non dispone di liquidità consuma il proprio valore nel corso della negoziazione. La risposta americana è la Section 364 del *Bankruptcy Code*, che disciplina l'indebitamento contratto durante la procedura e ha dato il nome all'intero segmento di mercato noto come *DIP financing*. La norma costruisce una progressione di protezioni crescenti, calibrata sulla difficoltà di reperire risorse, e l'accesso a ciascun livello è subordinato all'insuccesso del precedente.

⁸¹ Artt. 1122, 1124, 1126 e 1129 del Bankruptcy Code. Cfr. F. GRIECO, *op. cit.*, pp. 45-46.

⁸² Small Business Reorganization Act of 2019. Cfr. F. GRIECO, *op. cit.*, pp. 42-44, e ivi il richiamo a P.W. BONAPFEL, *A Guide to the Small Business Reorganization Act of 2019*, 93 Am. Bankr. L.J. 571, 2019, e al Final Report della Commission to Study the Reform of Chapter 11 (2014).

⁸³ F. GRIECO, *op. cit.*, p. 43.

Al primo livello, quando il debitore è autorizzato a esercitare l'impresa, può ottenere credito non garantito e contrarre debito non garantito nel corso ordinario dell'attività, e il credito che ne deriva è ammesso come spesa amministrativa della procedura, con la priorità che a tale categoria compete; per operazioni estranee al corso ordinario occorre l'autorizzazione della corte, previa notifica e udienza. Quando il debitore non sia in grado di ottenere credito non garantito, la corte può autorizzare tre forme di protezione più intensa: la priorità su tutte o su parte delle spese amministrative, ossia la *superpriority*; la concessione di un *lien* su beni della massa non altrimenti gravati; la concessione di un *lien* di grado inferiore su beni già gravati.⁸⁴ Le priorità così concesse non interferiscono con i diritti reali già costituiti, il che colloca questo livello su un piano puramente distributivo interno alla procedura.

Il livello successivo non ha equivalente nell'ordinamento italiano. La corte può autorizzare credito garantito da un *lien* di grado pari o superiore a quello già esistente su un bene, il cosiddetto *priming lien*, ma solo a due condizioni: che il debitore non sia in grado di ottenere altrimenti il credito, e che sussista un'adeguata protezione dell'interesse del titolare del *lien* preesistente, il quale viene posposto. L'onere di provare l'adeguatezza di quella protezione grava su chi chiede l'autorizzazione.⁸⁵ Il diritto americano ammette dunque che la priorità di un creditore garantito sia sacrificata a favore di chi immette nuova liquidità, purché il primo riceva una tutela sostitutiva e il sacrificio risulti dimostrato necessario. La ripartizione dell'onere probatorio costituisce il presidio contro l'uso abusivo del meccanismo.

Un ultimo elemento contribuisce a spiegare l'ampiezza del mercato americano. La riforma o la modifica in appello dell'autorizzazione, o della concessione della priorità o del *lien*, non incide sulla validità del debito contratto né della garanzia concessa a chi ha erogato il credito in buona fede, e la protezione opera anche se il finanziatore conosceva la pendenza dell'appello, salvo che l'esecuzione del provvedimento fosse stata sospesa.⁸⁶ Il finanziatore non sopporta dunque il rischio derivante da un'eventuale riforma del provvedimento, e la certezza che ne deriva è il presupposto perché operatori professionali possano determinare le condizioni economiche dell'operazione in tempi compatibili con l'urgenza di cassa di un'impresa in crisi. La prassi mostra come i livelli si combinino nella realtà delle operazioni: il finanziamento in costanza di procedura è di regola erogato da soggetti che finanziavano

⁸⁴ 11 U.S.C. § 364(a), (b) e (c), con rinvio agli 11 U.S.C. § 503(b) e § 507(b); nel Chapter 11 l'esercizio dell'impresa discende dall'11 U.S.C. § 1108. Sulla non interferenza con i diritti reali già costituiti, Senate Report n. 95-989.

⁸⁵ 11 U.S.C. § 364(d)(1) e (2).

⁸⁶ 11 U.S.C. § 364(e). Il comma (a) richiama anche le sezioni 1183 e 1184, sicché la scala della Section 364 è accessibile alle imprese che si avvalgono del Subchapter V.

l'impresa già prima della crisi e che sono assistiti da un *lien* sul complesso delle attività aziendali; poiché spesso coesistono un primo e un secondo *lien*, concesso successivamente, accade che la finanza interinale sia erogata dai partecipanti al secondo, i quali garantiscono anche l'integrale pagamento dei creditori di primo grado, di rango *poziore*.⁸⁷ La nuova finanza, nel mercato americano, non proviene da soggetti estranei: proviene da chi è già esposto e decide di consolidare la propria posizione contribuendo a preservare il valore su cui quella posizione si fonda.

Il confronto con l'art. 22 CCII mostra una parentela evidente nel meccanismo, poiché entrambe le norme subordinano la protezione a un'autorizzazione giudiziale fondata su una valutazione di utilità per la continuità e per i creditori, e due differenze rilevanti. La prima riguarda l'intensità, perché l'ordinamento italiano non conosce il *priming lien* e la prededuzione non si estende al ricavato dei beni oggetto di pegno e ipoteca per la parte destinata ai creditori garantiti, con il risultato che nelle imprese a patrimonio integralmente vincolato la capacità di attrarre nuova finanza resta limitata. La seconda riguarda la gradualità, perché la Section 364 costruisce una progressione in cui ogni livello di protezione va giustificato dall'insuccesso del precedente, mentre l'art. 22 CCII rimette al tribunale un giudizio unitario di funzionalità, più flessibile ma meno prevedibile per chi struttura l'operazione.

1.5.3 L'evoluzione e le strategie del mercato del DIP financing (Roll-up e Loan-to-own)

La prima strategia è il *roll up*. Il finanziatore che eroga la nuova provvista è tipicamente un creditore già esposto verso l'impresa, e ottiene che una parte delle somme rese disponibili sia destinata al rimborso del proprio credito anteriore, il quale viene così convertito in credito da *DIP financing*, assistito dalla priorità riconosciuta dalla procedura. Il beneficio per il finanziatore è evidente, poiché migliora il rango di un credito preesistente senza aumentare l'esposizione complessiva, mentre per la massa l'effetto è ambivalente: l'impresa ottiene liquidità che altrimenti non avrebbe, ma una porzione delle nuove risorse non finanzia l'attività, bensì una riqualificazione di rango. È la ragione per cui i tribunali americani sottopongono queste clausole a scrutinio, valutando la proporzione tra risorse effettivamente nuove e debito riclassificato.

⁸⁷ CNDCEC, *Osservatorio internazionale crisi di impresa*, Bollettino n. 4, luglio 2021, p. 37, nota 33.

La seconda strategia è il *loan to own*. Il finanziatore eroga la provvista con l'obiettivo di acquisire il controllo dell'impresa, e la via tipica è la cessione delle attività a un soggetto interessato a proseguirla, che formula un'offerta preliminare destinata, se approvata dalla *Bankruptcy Court*, a costituire la base di una gara successiva con altri potenziali offerenti. È la tecnica dello *stalking horse bidding*, e nella quasi totalità dei casi l'offerente è collegato ai soggetti che finanziavano l'impresa prima della crisi e che accettano di erogare ulteriore credito sotto forma di *DIP financing*.⁸⁸ Il finanziamento costituisce così lo strumento di accesso a un'operazione di acquisizione, condotta a un prezzo che riflette la situazione di *distress*. Una terza leva opera attraverso i contratti, poiché i *milestone* e i *covenant* del *DIP financing* scandiscono le tappe della procedura fissando termini per il deposito del piano, per l'avvio del processo di vendita e per il raggiungimento di obiettivi finanziari, con la sanzione della revoca della linea in caso di inadempimento: il finanziatore acquisisce così un'influenza sostanziale sui tempi e sugli esiti della ristrutturazione.

Gli ordini di grandezza chiariscono perché si parli di un segmento autonomo del mercato finanziario. Nella procedura di Chapter 11 aperta nel maggio 2020 davanti alla *Bankruptcy Court* del Southern District di New York, il gruppo LATAM Airlines si è presentato con il sostegno delle famiglie Cueto e Amaro e di Qatar Airways, azionisti che hanno garantito 900 milioni di dollari di *DIP financing*, cui è seguita l'approvazione di un nuovo finanziamento per 2,45 miliardi.⁸⁹ Il caso interessa il confronto con l'ordinamento italiano perché mostra soci di riferimento che assumono il ruolo di finanziatori della procedura, funzione resa possibile dall'art. 22 CCII e invece esclusa dal privilegio francese. La stessa prassi documenta però i limiti dello strumento: nella procedura di CCAA canadese aperta su domanda della Laurentian University il *DIP financing* è stato portato a 35 milioni di dollari canadesi e ha assicurato liquidità sufficiente, ma il Monitor ha osservato che, nonostante riduzioni di costo per oltre trenta milioni annui, il conto economico non appariva in grado di garantire il rimborso del finanziamento e il pagamento dei creditori.⁹⁰ La liquidità protetta consente di guadagnare tempo, ma non sostituisce la capacità dell'impresa di generare flussi, e quando tale capacità non si ricostituisce il finanziamento prededucibile si limita a differire il dissesto, assorbendo nel frattempo l'attivo destinato agli altri creditori.

⁸⁸ CNDCEC, *Osservatorio* cit., p. 37, nota 33.

⁸⁹ CNDCEC, *Osservatorio* cit., pp. 25-26, sul caso LATAM Airlines Group S.A. e affiliate in Cile, Perù, Colombia, Ecuador e Stati Uniti.

⁹⁰ CNDCEC, *Osservatorio* cit., pp. 32-33, sulla procedura di Companies' Creditors Arrangement Act della Laurentian University davanti alla Corte Superiore dell'Ontario.

La lettura di questi sviluppi richiede equilibrio. La professionalizzazione del mercato ha reso disponibile liquidità che nessun canale bancario tradizionale avrebbe fornito, e ha portato nelle procedure competenze di turnaround che il management in carica spesso non possiede; allo stesso tempo ha spostato il centro decisionale delle ristrutturazioni dal debitore e dal tribunale verso il finanziatore, con effetti distributivi che ricadono sui creditori chirografari e, indirettamente, sui lavoratori. È un rischio di cui il caso Valvitalia consente di verificare la rilevanza nel contesto italiano, dove la presenza di un investitore istituzionale a capitale pubblico accanto a un operatore specializzato in turnaround introduce un contrappeso che il mercato americano non conosce.

1.5.4 Il modello francese: Mandat ad hoc e Conciliation come precursori della CNC

L'ordinamento francese ha elaborato, molto prima della Direttiva, una coppia di strumenti negoziali riservati che costituisce il precedente europeo più vicino alla composizione negoziata.

Il *mandat ad hoc* è la forma più leggera. Su domanda del debitore, il presidente del tribunale designa un *mandataire ad hoc* e ne determina la missione, e il debitore può proporre il nome del professionista; il tribunale competente è quello di commercio se l'attività è commerciale o artigianale. La riservatezza è spinta al punto che il debitore non è tenuto a informare della designazione il comitato sociale ed economico, ossia l'organo di rappresentanza dei lavoratori.⁹¹ Non esistono soglie di accesso rigide, non è prevista una durata predeterminata, non si produce alcuna sospensione delle azioni esecutive: lo strumento poggia interamente sulla riservatezza e sull'autorevolezza del professionista, e nulla obbliga i creditori a partecipare.

La *conciliation* aggiunge struttura senza rinunciare alla natura negoziale. È accessibile ai debitori che esercitano attività commerciale o artigianale e che incontrino una difficoltà giuridica, economica o finanziaria, accertata o prevedibile, purché non si trovino in stato di cessazione dei pagamenti da più di quarantacinque giorni. Il presidente del tribunale designa un conciliatore per un periodo non superiore a quattro mesi, prorogabile con decisione

⁹¹ Art. L611-3 del Code de commerce, nel testo modificato dall'ordonnance n. 2021-1193 del 15 settembre 2021.

motivata entro un limite complessivo di cinque.⁹² Anche qui la riservatezza è presidiata da un obbligo espresso che grava su chiunque sia chiamato alla procedura o ne abbia conoscenza per ragioni di ufficio.⁹³

Il confronto con la composizione negoziata restituisce somiglianze e differenze. Le somiglianze riguardano la volontarietà dell'accesso, riservato all'iniziativa del debitore, la riservatezza come preconditione dell'efficacia, e la presenza di un terzo che facilita le trattative senza sostituirsi alle parti. La prima differenza riguarda i tempi: la *conciliation* ha una durata massima complessiva di cinque mesi, mentre l'incarico dell'Esperto italiano si considera concluso decorsi centottanta giorni dall'accettazione e può proseguire per non oltre altri centottanta giorni nei casi previsti dall'art. 17, co. 7 CCII. La seconda riguarda la protezione del patrimonio e si articola su due piani. Sul piano delle azioni esecutive il diritto francese non associa alla *conciliation* una sospensione generalizzata, e il debitore può al più chiedere al presidente del tribunale termini di grazia nei confronti del singolo creditore che lo abbia messo in mora o citato in giudizio.⁹⁴ Sul piano dei rapporti contrattuali la Francia è invece più protettiva dell'Italia, perché è reputata non scritta ogni clausola che modifichi le condizioni di prosecuzione di un contratto in corso diminuendo i diritti o aggravando gli obblighi del debitore per il solo fatto della designazione di un *mandataire ad hoc* o dell'apertura di una *conciliation*, o anche della semplice domanda formulata a tale fine.⁹⁵ La protezione opera dunque di diritto, senza istanza al tribunale e senza pubblicità, ed è questa la differenza sostanziale rispetto all'art. 18 CCII, che pure vieta ai creditori interessati di risolvere i contratti pendenti o di modificarli in danno dell'imprenditore, ma subordina l'effetto alla pubblicazione dell'istanza nel registro delle imprese e alla conferma giudiziale. Il legislatore italiano ha costruito una protezione più ampia sul versante esecutivo e più costosa sul versante della riservatezza; quello francese ha fatto la scelta opposta.

1.5.5 Il Privilège de la conciliation: l'attrazione del "New Money" in Francia

Il contributo francese più originale riguarda il trattamento del denaro nuovo, e precede di quindici anni la Direttiva. La riforma del 2005 ha introdotto il cosiddetto *privilège de la*

⁹² Artt. L611-4 e L611-6 del Code de commerce, il secondo come modificato dall'ordonnance n. 2021-1193 del 15 settembre 2021, art. 4.

⁹³ Art. L611-15 del Code de commerce, introdotto dalla loi n. 2005-845 del 26 luglio 2005.

⁹⁴ Art. L611-7 del Code de commerce.

⁹⁵ Art. L611-16 del Code de commerce, introdotto dall'ordonnance n. 2014-326 del 12 marzo 2014, art. 14.

conciliation, noto anche come *privilège de new money*: in caso di apertura di una successiva procedura di *sauvegarde*, di *redressement judiciaire* o di *liquidation judiciaire*, chi ha consentito nell'ambito dell'accordo omologato un nuovo apporto di liquidità al debitore, allo scopo di assicurare la prosecuzione dell'attività dell'impresa e la sua continuità, è pagato per l'importo di tale apporto con privilegio prima di ogni altro credito, secondo il rango previsto dalle disposizioni sui crediti sorti durante la procedura; il medesimo privilegio spetta a chi, nello stesso quadro, fornisce un nuovo bene o servizio con la stessa finalità.⁹⁶

Il primo elemento da isolare nel confronto con la prededuzione italiana è il collegamento fra protezione e pubblicità. Il privilegio è riconosciuto solo se l'accordo è omologato, e l'omologazione è pubblica, mentre l'accordo semplicemente constatato dal presidente resta riservato ma non attiva il privilegio.⁹⁷ L'ordinamento francese impone quindi al debitore una scelta netta: conservare la riservatezza integrale rinunciando a proteggere il nuovo finanziatore, oppure ottenere quella protezione accettando che il mercato apprenda della ristrutturazione. La composizione negoziata italiana non conosce questo *trade off*, poiché la prededuzione dell'art. 22 CCII richiede l'autorizzazione del tribunale ma non la pubblicazione dell'accordo, e la pubblicità sopravviene soltanto in caso di richiesta di misure protettive. Su questo punto la soluzione italiana è più favorevole all'impresa che opera su commesse internazionali, e la Sezione 3.3 mostrerà quanto quel vantaggio sia stato determinante nel caso Valvitalia.

Il secondo elemento è la nozione di apporto protetto. Il privilegio copre l'apporto in denaro e la fornitura di nuovi beni o servizi, mentre restano esclusi i riscadenzamenti e le remissioni di debito, perché la formula dell'apporto in tesoreria circoscrive il beneficio alla liquidità effettivamente conferita e immediatamente utilizzabile.⁹⁸ La distinzione separa ciò che aumenta le risorse disponibili da ciò che ne ridefinisce soltanto le scadenze. Il perimetro francese è per un aspetto più ampio di quello italiano, perché include il credito commerciale di chi continua a fornire beni e servizi, mentre l'art. 22 CCII costruisce la prededuzione intorno alla figura del finanziamento.

Il terzo elemento è il perimetro soggettivo, ed è il punto di divergenza più significativo, perché il privilegio francese non si applica agli apporti consentiti dagli azionisti e dai soci

⁹⁶ Art. L611-11 del Code de commerce, introdotto dalla loi n. 2005-845 del 26 luglio 2005, con rinvio al rango previsto dagli artt. L622-17 e L641-13 del medesimo codice.

⁹⁷ Art. L611-8 del Code de commerce, che distingue l'accordo constatato dal presidente del tribunale da quello omologato con sentenza; il privilegio dell'art. L611-11 è collegato a quest'ultimo.

⁹⁸ Art. L611-11 del Code de commerce, che circoscrive il beneficio all'apporto in tesoreria e alla fornitura di nuovi beni o servizi.

del debitore nell'ambito di un aumento di capitale.⁹⁹ La ratio è trasparente: si vuole evitare che chi ha contribuito a determinare la crisi trasformi in posizione privilegiata ciò che deve restare capitale di rischio. La scelta italiana è opposta, dato che l'art. 22 CCII consente di autorizzare finanziamenti prededucibili erogati dai soci in deroga alla postergazione dell'art. 2467 c.c. Le due soluzioni rispondono a preoccupazioni entrambe fondate: ammettere i soci amplia la platea di chi può salvare l'impresa, ma indebolisce il confine fra capitale e debito proprio dove quel confine è stato oltrepassato dai soci stessi, e il caso LATAM Airlines mostra che la soluzione italiana è allineata alla prassi statunitense più che a quella francese. Il quadro si completa con il recepimento francese della Direttiva, avvenuto con l'*ordonnance* del 15 settembre 2021, che ha esteso una protezione analoga al denaro nuovo apportato nel corso delle procedure di *sauvegarde* e di *redressement* e introdotto il sistema delle classi di parti interessate.¹⁰⁰ La Francia ha dunque seguito una traiettoria parallela a quella italiana, con la differenza che l'Italia, non disponendo di un istituto preesistente, ha potuto collocare la protezione della nuova finanza dentro un percorso interamente riservato.

1.5.6 Convergenze strategiche: l'influenza sul legislatore europeo

La prima riguarda il *debtor in possession* come regola e non come eccezione. Tutti i sistemi esaminati muovono dal presupposto che la conservazione della gestione in capo al debitore preservi valore, e la Direttiva ha codificato questo orientamento richiedendo che il debitore mantenga il controllo totale o almeno parziale dell'attività.¹⁰¹ La differenza tra gli ordinamenti non sta nel principio ma nei contrappesi: comitato dei creditori e United States Trustee negli Stati Uniti, conciliatore e omologazione giudiziale in Francia, Esperto indipendente con potere di dissenso pubblicabile in Italia. L'assetto italiano è quello che investe maggiormente su un singolo professionista, e questo ne concentra i punti di forza e le vulnerabilità. La seconda convergenza riguarda la protezione della nuova finanza attraverso la priorità di pagamento, poiché il DIP financing americano e il *privilège* francese identificano nella priorità, e non nelle garanzie reali, il meccanismo idoneo a rendere razionale il finanziamento di un'impresa in crisi. L'Italia ha esercitato la facoltà lasciata aperta dalla Direttiva attraverso la prededucazione dell'art. 22 CCII, collocandosi nella fascia

⁹⁹ Art. L611-11, ultimo alinea, del Code de commerce.

¹⁰⁰ Ordonnance n. 2021-1193 del 15 settembre 2021, di recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023.

¹⁰¹ Art. 5 della Direttiva (UE) 2019/1023.

alta degli ordinamenti europei per intensità di protezione pur senza arrivare al *priming lien* statunitense.

La terza convergenza riguarda la funzione del giudice, che in nessuno dei sistemi esaminati è un mero controllore di legalità, perché autorizza la nuova finanza, protegge il patrimonio, risolve i conflitti fra le parti, omologa l'esito. Il Codice italiano ha tradotto questa concezione abilitante in un intervento selettivo, limitato ai momenti critici, che la dottrina descrive come parentesi giurisdizionale dentro un percorso stragiudiziale. La quarta riguarda la tecnica del *prepack*: il *Prepackaged Plan of Reorganization* americano consente al debitore di predisporre il piano, negoziarlo e sottoporlo al voto dei creditori prima del deposito dell'istanza, così da presentare contestualmente un piano già approvato,¹⁰² e la *conciliation* francese svolge spesso la stessa funzione rispetto alle procedure successive. La composizione negoziata replica lo schema in modo esplicito, perché non è uno strumento di regolazione della crisi ma può precederli tutti.

Un quinto termine di confronto, contemporaneo alla composizione negoziata, conferma la direzione. Nel recepire la Direttiva la Germania ha adottato il 22 dicembre 2020 la legge quadro di stabilizzazione e ristrutturazione delle imprese, introducendo per la prima volta una procedura di ristrutturazione pre-insolvenza destinata a colmare il divario fra i processi rimessi all'autonomia delle parti e le procedure concorsuali in senso proprio, con l'obiettivo dichiarato di liberare l'impresa dalla stigmatizzazione connessa all'insolvenza. La dottrina tedesca ne ha però segnalato due limiti che toccano questioni analoghe a quelle italiane: il legislatore ha rinunciato a includere nella legge la disciplina dello scioglimento dei contratti pendenti, per il timore di interferire con l'autonomia contrattuale, cosicché lo strumento resta confinato a una ristrutturazione in gran parte finanziaria, e i costi non trascurabili della procedura rendono dubbia la sua accessibilità per le piccole e medie imprese.¹⁰³ Il confronto aiuta a valutare la scelta italiana, perché il Codice ha invece dotato la composizione negoziata di strumenti che incidono sui rapporti in corso, dalla rinegoziazione secondo equità dei contratti divenuti eccessivamente onerosi al divieto per i creditori di risolverli in danno dell'imprenditore, e ha calibrato l'accesso anche sulle imprese sotto soglia.

¹⁰² P. MANGANELLI, *Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: due sistemi fallimentari a confronto*, in *Il Fallimento*, 2011, 2, p. 136 ss., richiamato da F. GRIECO, *op. cit.*, p. 41, nota 4.

¹⁰³ H. VALLENDER, *op. cit.*, par. 1 e 2.

Resta un tratto in cui l'ordinamento italiano non converge, e che costituisce il suo elemento distintivo. Né il Chapter 11 né la *conciliation* omologata offrono la combinazione di riservatezza integrale nella fase iniziale, assenza di spossessamento, protezione del patrimonio su richiesta e prededuzione della nuova finanza senza necessità di pubblicare l'accordo. La composizione negoziata ha assemblato elementi provenienti da tradizioni diverse in una configurazione che, sulla carta, è più favorevole all'impresa in crisi di ciascuno dei modelli da cui deriva. Se funzioni anche nella prassi, e a quali condizioni, è la domanda a cui il caso analizzato nel Capitolo 3 consente di rispondere.

CAPITOLO 2

Il funzionamento operativo e le sfide economiche

2.1 Il test di perseguibilità del risanamento

L'analisi comparata condotta nella parte conclusiva del capitolo precedente ha messo in luce una convergenza di fondo tra il *Chapter 11* statunitense, la *conciliation* francese e il quadro tracciato dalla direttiva (UE) 2019/1023. La crisi si governa meglio quando l'imprenditore conserva la gestione dell'azienda, quando il patrimonio viene temporaneamente sottratto all'aggressione dei singoli creditori e quando chi immette risorse nuove ottiene una priorità nel rimborso. Su questo terreno il legislatore italiano ha compiuto scelte coerenti con l'esperienza internazionale. Il disegno normativo, tuttavia, non esaurisce il problema applicativo, e anzi ne apre uno nuovo.

La composizione negoziata si apre su iniziativa esclusiva dell'imprenditore e non conosce un vaglio giudiziale di ammissibilità paragonabile a quello che presidia l'accesso alle procedure concorsuali di regolazione giudiziale. Manca dunque un filtro esterno capace di separare le imprese che possono ancora ritrovare l'equilibrio da quelle che userebbero lo strumento per rinviare l'apertura della liquidazione giudiziale. Un filtro, in realtà, esiste, ma ha natura tecnica anziché processuale: consiste in una diagnosi che l'imprenditore può svolgere autonomamente prima di depositare l'istanza e che l'esperto indipendente ripercorre, con ben altra profondità, nelle settimane successive alla nomina. Da quella diagnosi dipende la scelta di condurre le trattative oppure di archiviarle, e con essa la sorte dell'intero percorso.

Il presupposto oggettivo dell'accesso è formulato in termini deliberatamente elastici. L'art. 2, comma 1, del d.l. 118/2021 subordinava il ricorso allo strumento a due condizioni: che l'impresa versasse in una situazione di disequilibrio, patrimoniale oppure economico e finanziario, dalla quale derivasse la probabilità della crisi o dell'insolvenza, e che il recupero dell'equilibrio apparisse ragionevolmente conseguibile.¹⁰⁴ Poiché il Codice della crisi

¹⁰⁴ Art. 2, comma 1, d.l. 24 agosto 2021, n. 118, conv. con mod. in l. 21 ottobre 2021, n. 147. Il raffronto tra la formulazione del decreto e quella dell'art. 2, comma 1, CCII è riprodotto in V. FRANCO, *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, materiali del corso di formazione per dottori commercialisti, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Brescia, 9 marzo 2022, slide 1.

definisce a sua volta la crisi come lo stato di squilibrio che rende probabile l'insolvenza,¹⁰⁵ la soglia di accesso si colloca a un livello marcatamente anticipato, tanto che la lettura combinata delle due disposizioni è stata sintetizzata nella formula, volutamente paradossale, di una probabilità della probabilità di insolvenza.¹⁰⁶ L'imprecisione non è casuale: una soglia rigida avrebbe riprodotto l'automatismo dei vecchi indici di allerta, di cui il primo capitolo ha ricostruito il fallimento.

Il secondo requisito, la ragionevole perseguibilità del risanamento, sopporta perciò il peso maggiore, anche quando si siano già verificati inadempimenti o altri fatti esteriori che dimostrino l'incapacità del debitore di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni, l'accesso resta consentito purché sussistano possibilità concrete e credibili di ritorno alla regolarità.¹⁰⁷ È in questo passaggio che il giudizio abbandona il piano della qualificazione giuridica e diventa una valutazione economico-finanziaria a tutti gli effetti. Per governarla il legislatore ha predisposto due strumenti tecnici, entrambi allegati al decreto dirigenziale attuativo: un test pratico diretto a saggiare la ragionevole perseguibilità del risanamento e una lista di controllo particolareggiata a supporto della redazione del piano.¹⁰⁸

2.1.1 La piattaforma telematica nazionale e la *check-list* operativa

L'art. 3 del d.l. 118/2021 aveva disposto la creazione di un portale telematico di rilievo nazionale, al quale gli imprenditori registrati accedono dal sito istituzionale delle camere di commercio.¹⁰⁹ Con provvedimento del 28 settembre 2021 il Ministero della Giustizia ne ha poi fissato l'articolazione, distribuendo la materia su cinque sezioni e tre allegati: oltre al test e alla *check-list* vi figurano il protocollo che disciplina lo svolgimento delle trattative, le regole sulla formazione dei professionisti chiamati alla funzione di esperto, le istruzioni per

¹⁰⁵ Art. 2, comma 1, lett. a), CCII, che qualifica la crisi come "lo stato di squilibrio economico finanziario 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", contrapposta all'insolvenza di cui alla lett. b), che si manifesta "con inadempimenti od altri fatti esteriori".

¹⁰⁶ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 1, dove la formula del d.l. 118/2021 viene sintetizzata, con evidente intento critico, nei termini di una "probabilità della probabilità di insolvenza".

¹⁰⁷ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 2: "anche se si sono verificati inadempimenti o altri fatti oggettivi, che dimostrano come il debitore non sia più in grado di soddisfare regolarmente i propri obblighi, devono esistere concrete/credibili possibilità di ritorno alla regolarità da parte dell'impresa".

¹⁰⁸ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 3.

¹⁰⁹ Art. 3 d.l. 118/2021. Cfr. *Il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento*, in RATIO-Evo, n. 1/2022, Centro Studi Castelli, p. 4.

formulare le proposte ai soggetti coinvolti, il modello dell'istanza telematica e l'atto con cui l'incarico viene accettato.¹¹⁰

La piattaforma è divisa in due aree, e la distinzione ha un significato che va oltre l'architettura informatica. L'area pubblica consente all'imprenditore di svolgere il test facoltativo sulla perseguibilità del risanamento e di reperire gli elementi informativi sullo strumento; l'area riservata permette di presentare l'istanza, di farsi assistere dall'esperto e di proseguire l'iter preservando la continuità aziendale.¹¹¹ L'imprenditore, in altre parole, può misurare la propria situazione prima di rendere nota a chiunque la propria difficoltà. Chi ha progettato la piattaforma ha evidentemente compreso che il timore della *disclosure* è il principale ostacolo all'emersione tempestiva, e ha collocato la diagnosi in una fase in cui nessun costo reputazionale è ancora stato sostenuto.

Il test è stato costruito per essere svolto rapidamente e senza il supporto di un piano industriale già formato. È sufficiente esaminare l'indebitamento e i dati dell'andamento economico corrente, depurati degli eventi non ricorrenti quali gli effetti dei lockdown, i contributi straordinari conseguiti o le perdite di natura eccezionale.¹¹² La semplificazione è dichiarata e consapevole: gli strumenti dovevano risultare accessibili a tutte le imprese, comprese quelle meno strutturate, e questa esigenza ha imposto di rinunciare a qualche approfondimento, recuperabile solo di fronte a risultati preoccupanti.¹¹³

Va però chiarito cosa il test non rappresenta: non si tratta infatti di un indice della crisi nel senso della disciplina dell'allerta, e non produce alcun effetto segnaletico verso terzi; la sua funzione è rendere evidente il grado di difficoltà che l'imprenditore dovrà affrontare e verificare la reale capacità di risanamento in funzione delle iniziative che intende assumere e della loro intensità.¹¹⁴ La differenza rispetto agli indicatori del vecchio art. 13 CCII è sostanziale in quanto un valore fuori soglia di un indicatore obbliga gli organi di controllo alla segnalazione, mentre un rapporto elevato del test apre semplicemente una domanda sul contenuto del piano.

¹¹⁰ Decreto dirigenziale del Ministero della Giustizia 28 settembre 2021. L'articolazione del provvedimento in cinque sezioni e tre allegati, secondo le denominazioni ufficiali "test pratico", "*check-list*", "protocollo di conduzione della composizione negoziata", "formazione degli esperti" e "piattaforma", cui si aggiungono "indicazioni per la formulazione delle proposte alle parti interessate", "istanza on line" e "dichiarazione di accettazione della nomina di esperto", è ricostruita in *Il test pratico*..., cit., p. 5.

¹¹¹ *Il test pratico*..., cit., p. 4.

¹¹² *Il test pratico*..., cit., p. 5.

¹¹³ *Il test pratico*..., cit., p. 5. Nello stesso senso *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 4, secondo cui il test "potrà essere effettuato anche senza disporre di un piano d'impresa, ma limitandosi ad esaminare l'indebitamento ed i dati dell'andamento economico attuale al netto degli eventi non ricorrenti".

¹¹⁴ *Il test pratico*..., cit., p. 5, che avverte espressamente come il test "non deve perciò essere considerato alla stregua degli indici della crisi".

La lista di controllo assolve una funzione diversa e successiva. Le indicazioni che essa fornisce per la costruzione del piano di risanamento non hanno portata precettiva, recepiscono le prassi migliori maturate nell'elaborazione dei piani d'impresa e la loro concreta declinazione muta secondo l'assetto dell'azienda, il tipo di attività esercitata, il comparto di appartenenza, la dimensione, l'articolazione dei processi produttivi e organizzativi e il patrimonio informativo effettivamente disponibile.¹¹⁵ La *check-list*, tuttavia, non serve soltanto all'imprenditore in quanto è il documento utile all'esperto e su cui condurre l'analisi di coerenza del piano, verificando anzitutto se i flussi di cassa destinabili al servizio del debito reggano nel loro complesso e, in un secondo momento, se le strategie e gli interventi industriali prospettati risultino adeguati.¹¹⁶ Lo stesso strumento, dunque, funziona come guida per chi redige e come griglia di verifica per chi controlla.

I contenuti si articolano lungo cinque direttrici. La prima riguarda l'organizzazione dell'azienda e muove dall'esigenza che ogni impresa si doti di assetti organizzativi, amministrativi e contabili proporzionati, sollecitando una riflessione su quali competenze, umane e tecniche, risultino determinanti per il superamento della difficoltà, sulla presenza di un controllo costante della gestione e sulla capacità di elaborare una proiezione semestrale della tesoreria o, quanto meno, un prospetto dei movimenti finanziari in entrata e in uscita riferito a tredici settimane.¹¹⁷ La seconda concerne la rilevazione della situazione contabile e dell'andamento corrente: pretende una contabilità aggiornata a non oltre centoventi giorni, già corretta per competenza e assestamenti di chiusura, corredata dai prospetti sull'anzianità dei crediti, sui tempi di rotazione del magazzino e sulla riconciliazione fra i debiti risultanti dalle scritture e le evidenze del certificato unico dei debiti tributari, della posizione presso l'agente della riscossione, delle certificazioni contributive e assicurative e della centrale rischi.¹¹⁸ Le altre tre direttrici, dedicate alle strategie di intervento, alle proiezioni dei flussi finanziari e al risanamento del debito, saranno riprese più avanti perché presuppongono l'esistenza di un piano già formato.

¹¹⁵ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 10.

¹¹⁶ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 10, dove si precisa che l'esperto "esaminerà la ragionevolezza complessiva dei flussi di cassa liberi al servizio del debito" e, in un secondo momento, "l'adeguatezza delle strategie e delle iniziative industriali".

¹¹⁷ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 11.

¹¹⁸ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slides 11-12.

2.1.2 La nomina e il ruolo dell'esperto indipendente

L'art. 13 CCII dispone che ogni camera di commercio avente sede nel capoluogo di regione, e così pure quelle di Trento e Bolzano, tenga un elenco di professionisti dal quale attingere per la scelta dell'esperto compositore della crisi d'impresa, chiamato ad assistere l'imprenditore che versi in disequilibrio patrimoniale o economico-finanziario e ad agevolare il confronto con i creditori.¹¹⁹ Provvede alla nomina un organo collegiale con mandato biennale, nel quale siedono due magistrati indicati dal presidente della sezione specializzata in materia di impresa, due componenti scelti dal vertice camerale e due designati dal prefetto del capoluogo di regione.¹²⁰ La presenza congiunta della magistratura, del sistema camerale e dell'autorità prefettizia in un organo che non svolge funzioni giurisdizionali dice molto sulla natura ibrida dell'istituto.

Il procedimento di nomina è assistito da garanzie proporzionate alla delicatezza dell'incarico. L'art. 5, comma 1, CCII impone che le nomine effettuate dalle commissioni assicurino il rispetto dei criteri di trasparenza, rotazione ed efficienza, mentre il comma 3 affida al presidente del tribunale, o al presidente della sezione competente, la vigilanza sull'osservanza di tali principi e la loro attuazione mediante protocolli condivisi con i giudici.¹²¹ Il Consiglio superiore della magistratura è poi intervenuto per chiarire le modalità di designazione della componente togata: la scelta deve essere preceduta da un interpello esteso a tutti i magistrati del distretto e non ai soli addetti alla sezione specializzata, deve fondarsi su una valutazione comparativa delle esperienze e delle attitudini e deve sfociare in un provvedimento motivato; se l'interpello va deserto, il presidente procede d'ufficio.¹²² La stessa fonte ha escluso che il presidente possa designare sé stesso.¹²³

Quanto ai requisiti soggettivi, alla competenza e alla disponibilità di tempo la legge affianca l'indipendenza, definita dall'art. 2, comma 1, lett. o), CCII ed elencata per prima nel comma 4 dell'art. 17.¹²⁴ La collocazione non è casuale, e non lo è nemmeno la scelta di rimettere allo stesso esperto la prima verifica della sussistenza del requisito.¹²⁵ Si tratta di

¹¹⁹ Art. 13, commi 1 e 6, CCII, nel testo aggiornato dal d.lgs. 13 settembre 2024, n. 136. Cfr. P. POMPEI, *Trasparenza, rotazione ed efficienza nelle procedure di nomina dell'esperto*, in *Il Professionista. Imprese e Codice della Crisi*, n. 5, aprile 2026, *Il Sole 24 ORE Professionale* e *Fondazione ADR Commercialisti*, p. 11.

¹²⁰ POMPEI, *op. cit.*, p. 12.

¹²¹ Art. 5, commi 1 e 3, CCII. POMPEI, *op. cit.*, pp. 11-12.

¹²² CSM, risposte a quesito n. 34/20/2021 e n. 4/XX/2022, richiamate da POMPEI, *op. cit.*, pp. 12-13.

¹²³ POMPEI, *op. cit.*, p. 13.

¹²⁴ Art. 2, comma 1, lett. o), e art. 17, comma 4, CCII. POMPEI, *op. cit.*, p. 11, osserva che l'indipendenza è "requisito non a caso primariamente enumerato, rispetto agli altri, nel comma 4 dell'articolo 17".

¹²⁵ POMPEI, *op. cit.*, p. 12.

un'autovalutazione, sorretta però da un controllo successivo affidato alle parti: nei tre giorni successivi al ricevimento della convocazione al tavolo esse hanno facoltà di rappresentare al segretario generale della camera di commercio i propri rilievi in ordine all'indipendenza del nominato, e il segretario ne informa la commissione, che, ponderati gli elementi acquisiti e ascoltato l'interessato, può disporre la sostituzione.¹²⁶ Il meccanismo è coerente con la natura stragiudiziale del percorso, dove il controllo giudiziale interviene solo in occasione delle misure protettive e delle autorizzazioni ex art. 22.

La multidisciplinarietà richiesta emerge dall'elenco dei compiti, in quanto all'esperto sono attribuiti il parere in caso di trasferimento dell'azienda, quello relativo all'istanza con cui si chiede di essere autorizzati ad assumere debiti assistiti da prededuzione e quello concernente la revisione dei rapporti di durata divenuti eccessivamente onerosi, oltre alla facoltà di richiedere all'imprenditore una stima del valore di liquidazione del patrimonio per consentire alle parti di valutare le alternative praticabili.¹²⁷ All'udienza fissata per le misure cautelari il tribunale lo chiama a esprimersi sulla funzionalità delle misure richieste rispetto al buon esito delle trattative e sulla loro eventuale limitazione a determinati creditori o categorie.¹²⁸ Nessuno di questi compiti può essere assolto con la sola competenza giuridica o con la sola competenza aziendalistica.

Resta il profilo forse più delicato, quello della rapidità. L'accettazione dell'incarico segna l'avvio della fase delle trattative e il momento da cui hanno efficacia le misure protettive eventualmente richieste.¹²⁹ Da quel momento l'esperto deve convocare senza indugio l'imprenditore, formarsi un'opinione sulle prospettive di risanamento e, se le ritiene concrete, incontrare le altre parti interessate prospettando le possibili strategie di intervento e fissando incontri con cadenza periodica ravvicinata; l'incarico ha una durata di centottanta giorni, prorogabile per un massimo di ulteriori centottanta a condizione che tutte le parti lo richiedano e che l'esperto vi acconsenta.¹³⁰ La finestra diagnostica utile si misura quindi in settimane, non in mesi, ed è esattamente questa compressione dei tempi a spiegare perché il legislatore abbia messo a disposizione un test sintetico anziché pretendere una perizia analitica.

¹²⁶ N. MANZINI e F. CARELLI, *Il ruolo dei creditori nella composizione negoziata*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 28 marzo 2022, p. 8.

¹²⁷ POMPEI, *op. cit.*, p. 14.

¹²⁸ POMPEI, *op. cit.*, pp. 14-15.

¹²⁹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 3, e ivi la citazione di T. NIGRO, *La fase introduttiva del percorso di composizione negoziata, le prime indicazioni operative e la conclusione anticipata della procedura*, in *Diritto della Crisi*, 10 febbraio 2022, p. 9.

¹³⁰ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, pp. 6-8.

Il caso della Unione Calcio Sampdoria offre una misura concreta di questi tempi: la camera di commercio di Genova ha nominato l'esperto, che ha accettato l'incarico il 2 febbraio 2023 con scadenza al 1° agosto successivo, poi prorogata di ulteriori centottanta giorni.¹³¹ Nella relazione finale depositata il 10 agosto 2023 l'esperto ha dato conto dell'esito positivo delle trattative, attestando che sussistevano concrete prospettive di risanamento perché la manovra finanziaria era stata approvata da una maggioranza di creditori superiore alle soglie richieste dagli artt. 57 e 61 CCII.¹³² Il giudizio prognostico formulato nei primi incontri ha retto, e ha retto per un arco temporale di poco superiore ai sei mesi.

2.1.3 Analisi quantitativa e flussi di cassa: il ruolo centrale del DSCR

Il test poggia su un rapporto, e la scelta di ridurre a un solo numero una situazione complessa è essa stessa una posizione metodologica. Al numeratore si colloca l'entità del debito che deve essere ristrutturato; al denominatore i flussi finanziari liberi che la gestione è mediamente in grado di destinare annualmente al suo servizio, a regime e prescindendo dalle eventuali iniziative industriali.¹³³

Il numeratore è definito dal decreto dirigenziale in termini analitici, secondo le componenti riepilogate nella tabella 2.1.¹³⁴ L'aggregato che ne risulta non coincide con l'indebitamento complessivo: è il debito che, nelle condizioni date, non può essere onorato secondo le scadenze originarie.

Tabella 2.1 – Le componenti del debito da ristrutturare

Segno	Componente
In aumento	Debito scaduto, con separata evidenza della quota iscritta a ruolo
	Debito riscadenzato o assistito da moratoria
	Utilizzi bancari dei quali non si prevede il rinnovo
	Rate di mutui e finanziamenti in scadenza nel biennio successivo
	Investimenti connessi alle iniziative industriali programmate

¹³¹ *Il caso Sampdoria. Dalla composizione negoziata della crisi all'accordo di ristrutturazione dei debiti a efficacia estesa con transazione fiscale*, atti e provvedimenti, ricorso ex artt. 40, 48, 57, 61 e 63 CCII depositato presso il Tribunale di Genova, § 5, lett. i).

¹³² *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 5, lett. viii) e nota 6, che riporta il passaggio della relazione finale dell'esperto secondo cui “ad esito della composizione negoziata di UCS, sussistono concrete prospettive di risanamento in quanto la manovra finanziaria è stata approvat[a] dalla maggioranza dei creditori sulla base di percentuali superiori a quanto previsto dagli artt. 57 e 61 CCII”.

¹³³ *Il test pratico...*, cit., p. 5; *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 5.

¹³⁴ *Il test pratico...*, cit., p. 5.

Segno	Componente
In diminuzione	Risorse ottenibili dismettendo cespiti o rami d'azienda non necessari al fabbisogno industriale Apporti e finanziamenti già previsti, compresi quelli postergati Margine operativo netto negativo stimato per il primo anno, componenti non ricorrenti inclusi

Fonte: elaborazione propria su *Il test pratico...*, cit., p. 5.

Una regola merita attenzione particolare: il debito così determinato, ove appaia plausibile ottenerne la falcidia parziale, può essere abbattuto in via convenzionale, e ai soli fini del calcolo, per un importo corrispondente alla riduzione che si prevede di spuntare.¹³⁵ La previsione incorpora nel calcolo un'ipotesi negoziale, e per questa via il test smette di essere una fotografia contabile per diventare una simulazione. La conseguenza è duplice: da un lato lo strumento diventa capace di rappresentare l'esito atteso della trattativa, dall'altro il risultato dipende da una stima che nessun documento contabile può confermare. È il punto in cui l'affidabilità del test si lega alla credibilità di chi lo compila.

Il denominatore è costruito assumendo come *proxy* del *free cash flow from operations* il margine operativo lordo prospettico normalizzato annuo, prima delle componenti non ricorrenti e a regime, al netto degli investimenti di mantenimento annui e delle imposte sul reddito che dovranno essere assolte.¹³⁶ La normalizzazione, va detto con chiarezza, si ottiene attraverso calcoli soggettivi: a differenza del risultato rettificato, che deve fondarsi su elementi obiettivamente rilevabili dalle voci di bilancio, il risultato normalizzato richiede valutazioni e stime rimesse alla discrezionalità dell'operatore.¹³⁷ Due professionisti diversi, applicando correttamente la stessa metodologia agli stessi dati, possono legittimamente ottenere denominatori differenti.

L'impresa si considera in equilibrio economico prospettico quando, a partire almeno dal secondo esercizio, i flussi finanziari annui destinabili al servizio del debito risultano positivi e si prospettano stabili nel tempo.¹³⁸ Accertato tale presupposto, il quoziente fra l'esposizione da ristrutturare e i flussi disponibili su base annua restituisce un primo ordine di grandezza circa gli anni occorrenti per estinguere la posizione debitoria, l'ammontare

¹³⁵ *Il test pratico...*, cit., p. 5.

¹³⁶ *Il test pratico...*, cit., p. 6.

¹³⁷ *Il test pratico...*, cit., p. 6.

¹³⁸ *Il test pratico...*, cit., p. 6; *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 7.

delle esposizioni che richiedono un intervento di ristrutturazione e la misura degli abbattimenti di debito o delle conversioni in *equity* da ipotizzare.¹³⁹

Le soglie di lettura sono quattro e la tabella 2.2 ne riassume il significato.¹⁴⁰ La progressione non è soltanto quantitativa: al crescere del rapporto muta la natura stessa dell'intervento richiesto, che dalla conduzione ordinaria dell'impresa arriva a investire il modello di business.

Tabella 2.2 – Le soglie di lettura del rapporto e le implicazioni sul percorso di risanamento

Valore del rapporto	Lettura del risultato	Implicazione sul percorso
Non superiore a 1	Difficoltà contenute	L'andamento corrente basta a individuare il percorso
Intorno a 2	Difficoltà crescenti ma gestibili	Le proposte ai creditori possono fondarsi sui risultati correnti
Prossimo a 3	Esito condizionato dalle iniziative industriali	Il piano d'impresa assume rilievo centrale
Fra 5 e 6	Margine operativo lordo positivo ma insufficiente	Può rendersi necessaria la cessione dell'azienda
Disequilibrio a regime	Flussi non idonei a replicarsi nel tempo	Occorrono interventi in discontinuità: processi produttivi, modello di business, cessione o cessazione di rami, aggregazioni

Fonte: elaborazione propria su *Il test pratico...*, cit., p. 6.

Il legame con il *Debt Service Coverage Ratio* è esplicito e va inteso correttamente. Il test pratico è stato descritto come una diversa lettura del *DSCR*, indice che il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili aveva già individuato come principale indicatore utile a far presumere lo stato di crisi.¹⁴¹ La differenza sta nell'orientamento del rapporto: nel test il debito da ristrutturare è confrontato con i flussi di cassa operativi

¹³⁹ *Il test pratico...*, cit., p. 6; *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 8, che sintetizza le medesime soglie in tre fasce.

¹⁴⁰ *Il test pratico...*, cit., p. 6.

¹⁴¹ *Il test pratico...*, cit., p. 7.

generabili e destinabili al suo servizio, mentre nel *DSCR* i flussi di cassa operativi al netto delle imposte sono rapportati ai flussi finanziari da destinare al servizio del debito.¹⁴² In entrambi i casi la base della valutazione è la stessa, e non è una grandezza patrimoniale ma un flusso finanziario prospettico. La continuità metodologica tra allerta e composizione negoziata, sotto questo profilo, è più forte di quanto la discontinuità istituzionale lasci supporre.

La costruzione presenta però un limite tecnico che merita di essere segnalato senza attenuazioni. Il test considera l'apporto della redditività operativa al netto delle imposte e quello dell'attività di investimento per il mantenimento degli asset durevoli, ma traslascia l'incidenza delle variazioni del capitale circolante netto, con la conseguenza che alcune scelte strategiche possono generare un impatto rilevante sull'assorbimento o sulla generazione di cassa pur in presenza di un margine operativo lordo positivo.¹⁴³ Per un'impresa manifatturiera che lavora su commessa, con cicli di produzione lunghi, magazzini rilevanti e dilazioni concesse a committenti internazionali, l'omissione non è marginale: il circolante è spesso proprio la voce che assorbe la liquidità che il conto economico dichiara di produrre.

A questa limitazione se ne aggiungono altre, di natura più generale. Il test, costruito su modelli standardizzati, offre una rappresentazione tendenzialmente rigida della situazione aziendale e può non cogliere mutamenti di mercato, novità normative o eventi esterni imprevedibili; alimenta inoltre il rischio di un affidamento eccessivo sui propri risultati, che potrebbe indurre imprenditori e creditori a ritenere garantita la riuscita del risanamento; si adatta infine con difficoltà a realtà molto diverse tra loro, poiché le esigenze di una start-up in fase di sviluppo non coincidono con quelle di un gruppo industriale consolidato.¹⁴⁴ Il contraltare è costituito dai benefici che gli sono comunemente riconosciuti: una valutazione fondata su parametri quantitativi riduce il margine di apprezzamento soggettivo, rende le decisioni giustificabili con dati concreti e accresce la disponibilità dei creditori a rinegoziare, oltre a fornire una difesa argomentata di fronte a contestazioni successive.¹⁴⁵

Il documento ministeriale, del resto, non nasconde la propria natura, è per definizione un test pratico e vuole essere semplice, rinunciando consapevolmente a qualche approfondimento,

¹⁴² *Il test pratico*..., cit., p. 7.

¹⁴³ *Il test pratico*..., cit., p. 6.

¹⁴⁴ F. STRAMEZZI e M. RUGGIERI, *Test pratico di risanamento: vantaggi, limiti e visione strategica*, in Tax Newsletter, Rödl & Partner, 18 settembre 2025.

¹⁴⁵ *Test pratico di risanamento*..., cit.

che viene recuperato solo in presenza di risultati preoccupanti.¹⁴⁶ La stima del margine operativo lordo prospettico normalizzato risulta d'altronde agevole soltanto dove l'imprenditore abbia già predisposto un'adeguata pianificazione economica.¹⁴⁷ Il test, in questo senso, misura due cose insieme: la sostenibilità del debito e la qualità degli assetti informativi che consentono di calcolarla.

2.1.4 La valutazione qualitativa del *business plan*

L'esito del test determina il peso che il piano d'impresa assume nel percorso poiché quando i flussi generati dalla gestione bastano a sostenere il debito, e dunque nelle prime due fasce del rapporto, le proposte ai creditori possono poggiare unicamente sui risultati correnti e l'elaborazione del piano perde centralità. Quando invece il risanamento dipende dall'efficacia delle iniziative industriali, il piano acquista rilievo centrale. Se poi la prosecuzione dell'attività risulta praticabile soltanto per il tramite di un altro soggetto, occorre quantificare quanto sia ricavabile dalla vendita del complesso aziendale o di sue porzioni e raffrontare tale importo con il debito da servire.¹⁴⁸ La progressione è chiara: più il rapporto si allontana dalla soglia di due, più il giudizio si sposta dai numeri consuntivi alle assunzioni prospettiche.

Il piano di risanamento è il documento nel quale si rappresentano le azioni strategiche e operative, con i relativi impatti economici e finanziari, attraverso le quali l'impresa intende uscire dallo stato di crisi rimanendo in continuità aziendale diretta o indiretta e ripristinando l'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale.¹⁴⁹ Deve essere per quanto possibile oggettivo, affidabile e coerente, costruito cioè su criteri e assunzioni condivisibili, privo di contraddizioni logiche e coeso in tutte le sue parti. Il concetto di fondo, per definire la bontà del dato previsionale, è la verosimiglianza: di fronte a previsioni per definizione aleatorie, ciò che conta è che siano credibili, e per esserlo devono poggiare su ipotesi solide e dimostrabili e svilupparsi lungo un percorso logico condivisibile.¹⁵⁰ La formulazione è significativa perché sposta il criterio di validazione dalla verità del dato, impossibile da accertare *ex ante*, alla dimostrabilità delle assunzioni che lo generano.

¹⁴⁶ *Il test pratico...*, cit., p. 6.

¹⁴⁷ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 9.

¹⁴⁸ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 14.

¹⁴⁹ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 14.

¹⁵⁰ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slides 12-13.

La *check-list* traduce questo criterio in una sequenza operativa. L'orizzonte delle proiezioni fondate su previsioni non può eccedere i cinque anni, salvo che un arco più ampio trovi specifica giustificazione, e la costruzione procede per passaggi ordinati, riepilogati nella tabella seguente. L'ultimo di essi impone di considerare il ciclo che converte ricavi e costi in movimenti di cassa, e quindi i tempi effettivi di incasso e di pagamento.¹⁵¹ Proprio questo passaggio compensa in sede di piano ciò che il test aveva trascurato, riportando il capitale circolante al centro della valutazione.

Tabella 2.3 – La sequenza di costruzione delle proiezioni

Fase	Oggetto della stima
1	Ricavi
2	Costi, distinti fra variabili e fissi
3	Investimenti ed effetti delle iniziative industriali
4	Coerenza dei dati economici prognostici, tenuto conto delle operazioni straordinarie e del carico fiscale
5	Flussi al servizio del debito, declinati in termini finanziari, patrimoniali ed economici

Fonte: elaborazione propria su *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 12. Prima ancora delle proiezioni, la *check-list* impone di chiarire quali strategie e iniziative industriali l'imprenditore intenda adottare, se l'impresa disponga delle capacità e delle competenze manageriali necessarie, quali siano i tempi di ritorno in termini di costi e ricavi e le funzioni aziendali responsabili, se esistano iniziative alternative prospettabili e se il piano risulti coerente con quelli eventualmente redatti in precedenza.¹⁵² Sono domande apparentemente elementari, ma la loro funzione è discriminante: una crisi di liquidità reversibile si riconosce dal fatto che l'impresa sa rispondere. Un'impresa che non dispone di una situazione contabile aggiornata a centoventi giorni, che non sa indicare l'anzianità dei propri crediti né i tempi di rotazione del magazzino, che non riesce a produrre un prospetto di tesoreria a tredici settimane, non ha soltanto un problema di documentazione: non è in condizione di sapere se la propria crisi sia reversibile. L'insolvenza strutturale, in questa prospettiva, si manifesta anzitutto come opacità informativa.

¹⁵¹ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 11.

¹⁵² *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 12.

Nei gruppi la verifica si estende oltre il perimetro della singola società. Occorre dare evidenza dell'esistenza di altre imprese del gruppo che presentino difficoltà economico-finanziarie o patrimoniali, di quelle la cui continuità dipenda dall'impresa in crisi, delle operazioni infragruppo in essere e della loro attitudine a recare pregiudizio ai creditori di altre società del gruppo.¹⁵³ La precisazione ha rilievo pratico notevole per le realtà industriali articolate in più società operative e in controllate estere, dove il risanamento della capogruppo può risultare privo di significato se non accompagnato da una lettura consolidata dei flussi.

La *check-list* si chiude ricordando che i risultati vanno letti in funzione dell'obiettivo perseguito, cioè il risanamento del debito, e ponendo la domanda decisiva: se il piano elaborato consenta di servire il debito da risanare e, in caso affermativo, entro quale orizzonte temporale. Per giungere al risultato l'imprenditore dispone di una gamma di leve, potendo dilazionare o riscadenzare una porzione del debito pendente, ottenerne l'abbattimento parziale, convertirlo in capitale o in strumenti finanziari partecipativi, aprire nuove linee di credito, deliberare aumenti di capitale a pagamento e reperire finanziamenti anche postergati.¹⁵⁴ L'elenco anticipa i due paragrafi successivi. Nessuna di queste leve può essere azionata se, nel frattempo, il patrimonio dell'impresa resta esposto alle iniziative dei creditori, e nessuna produce effetti se la cassa si esaurisce prima che le trattative si concludano. Alla diagnosi devono perciò seguire gli strumenti che ne rendono possibile l'attuazione: le misure protettive e la nuova finanza.

2.2 Le misure protettive e il ruolo dei creditori

La diagnosi descritta nel paragrafo precedente presenta un difetto strutturale: richiede tempo. Il test si esegue in poche ore, ma la costruzione di un piano credibile, la mappatura degli *stakeholder* e la conduzione delle trattative occupano mesi, e sono mesi durante i quali l'impresa continua ad avere creditori scaduti. Se durante quelle settimane un fornitore ottiene un decreto ingiuntivo, se una banca escute una garanzia o se un pignoramento presso terzi blocca i conti correnti, la migliore delle diagnosi diventa irrilevante.

Il problema, però, non si esaurisce nella protezione giuridica. Un imprenditore può ottenere il congelamento delle azioni esecutive e trovarsi comunque senza cassa, perché il sistema bancario ha reagito alla notizia della crisi riducendo gli affidamenti, revocando le linee

¹⁵³ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 9.

¹⁵⁴ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 13.

autoliquidanti o classificando la posizione come deteriorata. È la manifestazione italiana di quel *chilling effect* che il paragrafo 1.2.2 ha descritto in termini teorici. Il legislatore lo ha affrontato con una norma che vieta la revoca automatica degli affidamenti, ma quella norma opera in un contesto, quello della vigilanza prudenziale europea, che il Codice della crisi non può derogare. Il risultato è un equilibrio instabile, e comprenderne i limiti è indispensabile per valutare l'efficacia complessiva dello strumento.

C'è infine un terzo profilo, spesso trascurato. Le misure protettive non sono gratuite: il loro costo lo sostengono i creditori, ai quali viene sottratta temporaneamente la tutela esecutiva senza che ricevano alcuna contropartita immediata. Il modo in cui il legislatore ha distribuito questo sacrificio, e i doveri di comportamento con cui ha cercato di renderlo accettabile, costituiscono la parte meno appariscente e forse più fragile della disciplina.

2.2.1 L'architettura delle misure protettive (art. 18 CCII)

Il Codice qualifica come protettive le misure che il debitore richiede in via temporanea allo scopo di impedire che iniziative determinate dei creditori compromettano, già nel corso delle trattative, la riuscita del percorso intrapreso per la regolazione della crisi o dell'insolvenza.¹⁵⁵ La formulazione contiene due elementi qualificanti: la temporaneità e la strumentalità rispetto alle trattative, entrambi hanno ricevuto applicazione rigorosa nella giurisprudenza successiva.¹⁵⁶

L'attivazione non è automatica poiché a differenza di quanto accade nel concordato preventivo, dove lo *stay* discende dal deposito della domanda, qui le misure devono essere espressamente richieste dall'imprenditore, che può anche scegliere di non richiederle affatto. In quest'ultimo caso la presentazione dell'istanza di nomina dell'esperto resta riservata, poiché non è pubblicata nel registro delle imprese e non è soggetta ad alcun onere di pubblicità, con la conseguenza che il ceto creditorio può restare del tutto ignaro dell'avvio del percorso, salvo che il debitore glielo comunichi o lo inviti come parte interessata.¹⁵⁷ Il momento di avvio della fase delle trattative, e quello da cui hanno efficacia le misure

¹⁵⁵ Art. 2, comma 1, lett. p), CCII, che definisce protettive le misure “temporanee richieste dal debitore per evitare che determinate azioni dei creditori possano pregiudicare, sin dalla fase delle trattative, il buon esito delle iniziative assunte per la regolazione della crisi o dell'insolvenza”. Cfr. N. MANZINI e F. CARELLI, *Il ruolo dei creditori nella composizione negoziata*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 28 marzo 2022, p. 5.

¹⁵⁶ Le disposizioni del d.l. 118/2021 richiamate dalla dottrina coeva corrispondono, nel Codice della crisi, agli artt. 16 (già art. 4), 17 (già art. 5), 18 (già art. 6), 19 (già art. 7), 20 (già art. 8), 21 (già art. 9) e 22 (già art. 10). Nel testo si adotta la numerazione del Codice, segnalando in nota quella originaria dove le fonti citate vi facciano riferimento.

¹⁵⁷ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 3.

protettive eventualmente richieste, coincide con l'accettazione dell'incarico da parte dell'esperto.¹⁵⁸

Il contenuto tipico è un blocco generalizzato delle azioni esecutive e cautelari sui beni e sui diritti mediante i quali l'imprenditore esercita l'attività: dalla pubblicazione dell'istanza nel registro delle imprese e per il tempo di efficacia delle misure, i creditori non possono iniziare o proseguire pignoramenti, sequestri o altre azioni dirette a soddisfarsi coattivamente sul patrimonio dell'impresa.¹⁵⁹ Vi si aggiunge il divieto di costituire cause di prelazione opponibili agli altri creditori, salvo che l'imprenditore vi abbia acconsentito.¹⁶⁰ Il decreto con cui il Tribunale di Genova ha confermato le misure nel caso Sampdoria illustra l'istituto in termini generali e tipici: preclusione di avviare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio e sui beni strumentali all'attività d'impresa, sospensione del decorso della prescrizione e mancato verificarsi delle scadenze, impossibilità di pronunciare l'apertura della liquidazione giudiziale o l'accertamento dello stato di insolvenza.¹⁶¹ Ai sensi della disciplina applicabile *ratione temporis*, era inoltre inibito ai creditori sottrarsi unilateralmente all'esecuzione dei contratti in corso o determinarne la risoluzione, come pure anticiparne la scadenza o alterarne le condizioni a danno dell'imprenditore, ove l'unica ragione addotta fosse il mancato pagamento di crediti sorti in precedenza.¹⁶²

Il perimetro soggettivo presenta due caratteristiche. La prima è un'esclusione di fonte europea: in linea con la direttiva (UE) 2019/1023, le misure non operano nei confronti dei diritti di credito dei lavoratori.¹⁶³ La seconda è che il perimetro lo definisce il debitore. È l'imprenditore a indicare quali creditori subiscano le misure e quali siano invitati alle trattative, con la conseguenza che diventa parte della composizione negoziata soltanto il creditore espressamente indicato come tale dal debitore all'esperto, oppure quello che subisce le misure protettive e che partecipa perciò al procedimento di conferma.¹⁶⁴ Coerentemente, insieme al ricorso il debitore deve depositare l'elenco dei creditori,

¹⁵⁸ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 3, e ivi T. NIGRO, *La fase introduttiva del percorso di composizione negoziata, le prime indicazioni operative e la conclusione anticipata della procedura*, in *Diritto della Crisi*, 10 febbraio 2022, p. 9.

¹⁵⁹ G. GRECO e E. DE MEDIO, *Misure protettive e cautelari nella composizione negoziata*, in *Il Professionista. Imprese e Codice della Crisi*, n. 5, aprile 2026, *Il Sole 24 ORE Professionale e Fondazione ADR Commercialisti*, p. 5.

¹⁶⁰ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 4 (art. 6 d.l. 118/2021).

¹⁶¹ *Il caso Sampdoria. Dalla composizione negoziata della crisi all'accordo di ristrutturazione dei debiti a efficacia estesa con transazione fiscale*, decreto del Tribunale di Genova 14 agosto 2023 (giudice delegato Tabacchi).

¹⁶² *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso ex artt. 40, 48, 57, 61 e 63 CCII, nota 4.

¹⁶³ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 5, con riferimento all'art. 6, comma 4, del d.l. 118/2021 e alla direttiva (UE) 2019/1023.

¹⁶⁴ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, pp. 5 e 7.

segnalando i dieci maggiori in ordine di esposizione e fornendo per ciascuno i recapiti digitali, previsione che si spiega con l'esigenza di consentire all'esperto di convocarli concretamente al tavolo.¹⁶⁵

La conferma giudiziale è il momento in cui la protezione, nata da un atto unilaterale del debitore, entra nel contraddittorio. Il decreto di fissazione dell'udienza deve essere notificato ai destinatari delle misure, e la giurisprudenza ha tratto da questa regola conseguenze severe: il Tribunale di Milano ha dichiarato inammissibile l'istanza presentata senza tale notifica.¹⁶⁶ Anche quando le misure siano richieste *erga omnes*, la fissazione dell'udienza deve essere comunque notificata ai creditori che abbiano promosso procedure esecutive o cautelari o che siano destinatari di specifiche misure cautelari.¹⁶⁷ La durata massima è fissata in duecentoquaranta giorni.¹⁶⁸ A questo limite si affianca una valvola di sicurezza: su istanza di uno o più creditori il giudice può in qualunque momento revocare le misure o abbreviarne la durata, quando non soddisfino l'obiettivo di assicurare il buon esito delle trattative o appaiano sproporzionate rispetto al pregiudizio arrecato.¹⁶⁹ Nel caso Sampdoria le misure furono confermate il 6 febbraio 2023 per centoventi giorni e poi prorogate, su parere favorevole dell'esperto, di ulteriori centoventi, fino al 3 ottobre dello stesso anno.¹⁷⁰

2.2.2 Il bilanciamento degli interessi e la tutela del *going concern*

Dal punto di vista del creditore le misure protettive producono un duplice effetto. Il primo è privato e consiste nel precludergli l'attacco ai beni del debitore, scongiurando in tal modo esiti che comprometterebbero il buon esito delle trattative. Il secondo è pubblico e ha natura deflattiva del contenzioso, poiché privilegia la via stragiudiziale rispetto all'esecuzione delle cause presso i tribunali.¹⁷¹ La combinazione dei due profili spiega perché il legislatore abbia accettato di comprimere un diritto individuale in vista di un risultato collettivo, ma non dice fino a che punto la compressione sia legittima.

¹⁶⁵ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 7 (art. 7, comma 2, lett. c, d.l. 118/2021).

¹⁶⁶ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, pp. 3-4 e nota 7, che richiama Trib. Milano, 24 febbraio 2022, in *Il Diritto della Crisi*, secondo cui l'omessa notifica del decreto di fissazione dell'udienza di conferma rende inammissibile l'istanza presentata dal debitore.

¹⁶⁷ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, nota 15, che richiama Trib. Firenze, 29 dicembre 2021, e Trib. Roma, 24 dicembre 2021, entrambe su Dejure.

¹⁶⁸ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 5.

¹⁶⁹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 9 (art. 7, comma 6, d.l. 118/2021).

¹⁷⁰ *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 5, lett. ii).

¹⁷¹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 5.

Su questo punto la giurisprudenza si è divisa e la frattura riguarda il rapporto tra misure protettive e misure cautelari. Un primo orientamento, più elastico, ritiene che il limite dei duecentoquaranta giorni riguardi soltanto le protettive generalizzate e che il giudice possa concedere, anche oltre quel termine, misure cautelari *ad hoc* dal contenuto persino analogo, purché mirate e connesse a esigenze concrete delle trattative. Un secondo orientamento, più restrittivo, teme che per questa via si finisca per costruire una protettiva mascherata, in contrasto con la volontà del legislatore.¹⁷² Il Tribunale di Trieste e il Tribunale di Roma hanno accolto la lettura rigorosa, qualificando il rapporto tra i due istituti in termini di specialità e non di fungibilità, e negando rilievo al fatto che la tutela sia chiesta nei confronti di alcuni creditori soltanto, poiché la selettività è carattere intrinseco anche delle misure protettive.¹⁷³ Il Tribunale di Lanciano, quello di Padova e altri uffici hanno invece ammesso misure cautelari specifiche oltre il termine, ritenendo che non si determini un'elusione, ma una tutela interinale calibrata sulle peculiari esigenze delle trattative in corso.¹⁷⁴

Il punto di convergenza è il requisito di strumentalità, non basta che la misura serva, in astratto, a tenere in vita l'impresa, ma occorre che sia calibrata in modo da rendere effettivamente possibile il confronto con i creditori e la costruzione di un piano credibile. Il giudice deve perciò verificare caso per caso che la misura sia proporzionata rispetto al sacrificio imposto ai creditori, che sia diretta a rimuovere ostacoli concreti allo svolgimento delle trattative e che non si trasformi in una tutela meramente conservativa dell'impresa, sganciata da un serio percorso di composizione della crisi.¹⁷⁵ La formula è esigente e sposta il baricentro dalla continuità aziendale in sé alla continuità funzionale alla negoziazione.

Un secondo principio trasversale è quello di provvisorietà e reversibilità. La tutela deve essere destinata a essere assorbita dalla decisione definitiva sulla crisi e non può anticipare in modo irreversibile esiti non ancora accertati. Da qui alcune conseguenze concrete, anche in presenza di misure protettive idonee a bloccare le azioni esecutive non è possibile ordinare la liberazione di somme già pignorate presso terzi, perché la sospensione del processo esecutivo vale per il futuro e non travolge retroattivamente gli atti già compiuti; allo stesso modo non è ammissibile una misura cautelare che disponga la cancellazione di un'ipoteca,

¹⁷² GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 6.

¹⁷³ Trib. Trieste, sez. spec. impresa, ordinanza 11 dicembre 2025 (R.G. 3676), e Trib. Roma, sez. XIV, ordinanza 19 marzo 2025 (est. Miccio), in *Rassegna di giurisprudenza*, Il Professionista, n. 5, aprile 2026, pp. 72 e 75-76.

¹⁷⁴ Trib. Lanciano, 17 ottobre 2025, n. 82 (est. D'Alfonso); Trib. Padova, sez. I, 12 settembre 2025 (giudice Amenduni); Trib. Milano, 7 luglio 2024; Trib. Imperia, 20 febbraio 2024; Trib. Torino, 5 dicembre 2023, richiamate in GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, pp. 6-7, e in *Rassegna di giurisprudenza*, cit., pp. 74-75.

¹⁷⁵ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, pp. 6-7.

effetto definitivo che l'art. 2884 c.c. subordina a un titolo passato in giudicato.¹⁷⁶ I giudici hanno inoltre respinto le richieste che comprimono in modo sproporzionato i diritti dei creditori, che impediscono l'uso di rimedi negoziali ordinari come la risoluzione per inadempimento, che mirano a risultati perseguibili in altre sedi o che intervengono stabilmente sugli assetti societari, come il blocco del potere assembleare di revocare gli amministratori.¹⁷⁷

Il presidio più significativo per la continuità aziendale, tuttavia, non riguarda le azioni esecutive ma i rapporti contrattuali, in quanto una volta adottate le misure, ai creditori è inibito sciogliersi dai rapporti ancora in corso, esigerne anticipatamente l'esecuzione o peggiorarne le condizioni a danno dell'imprenditore, quando l'unica ragione addotta sia il mancato incasso di crediti sorti in precedenza.¹⁷⁸ Per un'impresa che lavora su commessa questa regola vale più del blocco dei pignoramenti: la perdita di un contratto di fornitura strategico o la risoluzione di una commessa in corso di esecuzione distruggono valore in misura incomparabilmente superiore a un singolo atto esecutivo. Coerentemente, il Tribunale di Padova ha esteso l'inibitoria al diritto dei creditori di risolvere i contratti pendenti, riconoscendo in tale ambito il fattore da cui dipende la prosecuzione dell'attività nel corso delle trattative.¹⁷⁹

Va infine ribadito ciò che le misure protettive non producono. L'imprenditore non subisce alcuna privazione dei poteri di amministrazione e disposizione, neppure in forma attenuata, e i suoi beni non vengono assoggettati al regime del concorso: i crediti anteriori, a differenza di quanto accade nel concordato preventivo, l'imprenditore resta libero di pagarli.¹⁸⁰ La protezione, in altri termini, sospende le iniziative dei creditori ma non congela la gestione, e questa asimmetria è precisamente ciò che consente all'impresa di continuare a operare sul mercato senza dichiarare al mondo il proprio stato.

¹⁷⁶ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 9.

¹⁷⁷ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 9.

¹⁷⁸ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 5 (art. 6, comma 5, d.l. 118/2021).

¹⁷⁹ Trib. Padova, sez. I, 12 settembre 2025, cit.

¹⁸⁰ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 5 e nota 11, che riporta l'osservazione di I. PAGNI e M. FABIANI secondo cui nella composizione negoziata non si ha "alcuna apertura di un procedimento di regolazione della crisi", "alcun organo della procedura", "alcun blocco di crediti e debiti", "alcuna previsione di un ordine di distribuzione" né "alcun, neppure minimo, spossessamento".

2.2.3 L'impatto sul sistema bancario e finanziario

Il terreno più sensibile è quello dei rapporti con le banche, perché corre il rischio che la protezione giuridica venga neutralizzata da una reazione economica. La prassi ha registrato una forte riduzione, se non il blocco integrale, dell'operatività bancaria come conseguenza della *disclosure* della situazione di crisi da parte dell'imprenditore.¹⁸¹ Il legislatore ha risposto escludendo che il solo ricorso allo strumento possa giustificare il ritiro delle linee di credito già accordate,¹⁸² previsione che introduce una logica di *standstill* in altri termini le banche sono chiamate a valutare la situazione dell'impresa in modo analitico, tenendo conto delle prospettive di risanamento e non soltanto dei parametri di rischio immediato.¹⁸³ La norma, però, non vieta ogni intervento restrittivo; se la sospensione o la revoca degli affidamenti è giustificata da ragioni di vigilanza prudenziale, essa resta possibile, a condizione di essere adeguatamente motivata e comunicata agli organi dell'impresa. Solo in assenza di una motivazione specifica il comportamento dell'istituto di credito può essere considerato illegittimo e giustificare l'adozione di misure cautelari (per esempio l'ordine di ripristinare le linee di credito sospese o revocate).¹⁸⁴ La distinzione è sottile, ma decisiva sul piano economico; lo scudo protegge dalla revoca automatica, non dalla riclassificazione fondata su una valutazione argomentata. Il Codice della crisi, del resto, non potrebbe derogare a una disciplina di fonte europea che impone alle banche criteri oggettivi di classificazione delle esposizioni deteriorate. Resta quindi un margine di rischio che nessuna misura protettiva elimina, e che l'imprenditore può ridurre soltanto con la qualità dell'informazione che mette a disposizione degli istituti.

La giurisprudenza ha comunque costruito, in via cautelare, un catalogo di interventi piuttosto incisivo in quanto sono state ammesse la sospensione dell'obbligo di rimborso dei finanziamenti con mantenimento del beneficio del termine, così da impedire alla banca di chiedere il rientro immediato; il divieto, per la durata delle trattative, di segnalare l'impresa a sofferenza in Centrale Rischi o nelle banche dati private (ad esempio Centrale Rischi di Intermediazione Finanziaria – CRIF), quando la segnalazione comprometterebbe irreversibilmente la possibilità di accedere a nuova finanza; il divieto di escutere garanzie, comprese quelle pubbliche; e persino l'estensione degli effetti protettivi al patrimonio del

¹⁸¹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 6, e ivi A. GUIOTTO, che individua nella “*disclosure* della situazione di crisi da parte dell'imprenditore” la causa della forte riduzione o del blocco dell'operatività bancaria.

¹⁸² GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 8.

¹⁸³ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 8.

¹⁸⁴ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 8.

socio illimitatamente responsabile, quando la sua aggressione comprometterebbe la continuità dell'impresa.¹⁸⁵ Il Tribunale di Lanciano ha in particolare ritenuto ammissibile la misura atipica volta a inibire a un istituto di credito l'escussione della garanzia pubblica e al garante il relativo pagamento, con una valutazione *rebus sic stantibus* che bilanci il sacrificio dei singoli creditori con le concrete prospettive di risanamento del gruppo.¹⁸⁶ Tutte queste misure condividono un tratto ovvero incidono sui rapporti in corso in modo temporaneo e reversibile, con l'obiettivo di preservare lo spazio negoziale e non di ridisegnare in via definitiva i rapporti tra banca e impresa.¹⁸⁷

Alla protezione corrisponde un dovere: banche, intermediari finanziari, loro mandatarî e cessionari dei crediti sono tenuti a partecipare alle trattative in modo attivo e informato.¹⁸⁸ Ne discende che l'istituto al quale venga richiesto un finanziamento non può negarlo per il solo fatto che il debitore stia conducendo una composizione negoziata; la decisione resta quindi libera, ma deve essere assunta in buona fede e può fondarsi soltanto su motivi chiari e fondati, adeguatamente istruiti e giustificati.¹⁸⁹ La *ratio* è anche quella di evitare atteggiamenti opportunistici di alcuni istituti a scapito di altri, in situazioni caratterizzate da un forte incentivo al disinvestimento veloce trasferisce il rischio di insolvenza sui *player* rimanenti.¹⁹⁰

Il profilo delle linee autoliquidanti merita un'annotazione specifica, perché è quello in cui la tensione si manifesta con maggiore evidenza. Le anticipazioni su crediti commerciali costituiscono per molte imprese la fonte ordinaria di copertura del fabbisogno corrente, e la loro interruzione produce un effetto immediato sulla cassa. Il ricorso presentato dalla Unione Calcio Sampdoria descrive con precisione questo meccanismo; le esigenze finanziarie cicliche della società avevano imposto il ricorso ad anticipazioni costituite dalla cessione di crediti per diritti audiovisivi e dei crediti derivanti dalle operazioni di calciomercato, rivelatesi poi insufficienti a fronte della riduzione imprevista dei ricavi.¹⁹¹ Il punto è che una linea autoliquidante non viene revocata: semplicemente non viene rinnovata alla scadenza tecnica di ciascuna operazione. Lo scudo dell'art. 16, comma 5, colpisce la revoca formale,

¹⁸⁵ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 8.

¹⁸⁶ Trib. Lanciano, 17 ottobre 2025, n. 82, cit.

¹⁸⁷ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 9.

¹⁸⁸ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 9 (art. 4, comma 6, d.l. 118/2021).

¹⁸⁹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 11, e ivi E. ARTUSO e R. BOGONI, *Brevi spunti ricostruttivi sugli obblighi delle banche nella crisi d'impresa, alla luce della nuova composizione negoziata della crisi*, in *Diritto della Crisi*, 28 gennaio 2022, p. 11.

¹⁹⁰ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 11 (ARTUSO e BOGONI, *op. cit.*, p. 8).

¹⁹¹ *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 15, lett. c).

mentre il mancato rinnovo si presta con maggiore facilità a essere motivato con ragioni prudenziali.¹⁹² È una delle asimmetrie che il diritto della crisi non è in grado di correggere da solo, e che rende la nuova finanza autorizzata dal tribunale, oggetto del prossimo paragrafo, qualcosa di più di uno strumento accessorio.

2.2.4 La sospensione degli obblighi societari e il dovere di buona fede

Accanto alla protezione del patrimonio opera una protezione della struttura societaria. L'imprenditore può dichiarare che, per tutto il tempo che separa l'avvio del confronto dalla sua conclusione o dall'archiviazione dell'istanza, restano inoperanti a suo carico i doveri di reintegrazione del capitale e le ipotesi di scioglimento connesse alla sua erosione o alla sua perdita.¹⁹³ La dichiarazione richiede la pubblicazione dell'istanza di nomina nel registro delle imprese, e tale pubblicazione ha effetto costitutivo nei confronti dei terzi.¹⁹⁴ La ratio è intuitiva: senza questa sospensione, l'organo amministrativo di una società che ha eroso il capitale sarebbe costretto a convocare l'assemblea per la ricapitalizzazione o per lo scioglimento proprio mentre sta negoziando una manovra finanziaria che, se conclusa, renderebbe quelle deliberazioni superflue.¹⁹⁵ La disciplina evita insomma che l'applicazione meccanica delle regole societarie produca la liquidazione di un'impresa risanabile.

Il contrappeso è un sistema di doveri di comportamento. All'imprenditore è chiesto di condurre l'attività senza comprometterne la tenuta economica e finanziaria, e di dare all'esperto notizia anticipata, in forma scritta, tanto degli atti che eccedono l'ordinaria amministrazione quanto dei pagamenti che si discostino dall'andamento delle trattative o dalle prospettive di risanamento.¹⁹⁶ Il potere dell'esperto, però, si ferma alla segnalazione; anche in caso di dissenso l'atto non è impedito né diviene inefficace e l'unica conseguenza è la facoltà, che diventa obbligo quando l'atto pregiudica gli interessi dei creditori, di iscrivere il proprio dissenso nel registro delle imprese.¹⁹⁷ La sanzione è dunque reputazionale e, in prospettiva, revocatoria. La formula con cui si è descritta questa condizione, quella di un'autonomia privata controllata che diventa autonomia privata integrata quando il debitore

¹⁹² GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 8.

¹⁹³ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 3 e nota 6, che richiama R. GUIDOTTI, *La sospensione degli obblighi relativi al capitale e della causa di scioglimento collegata*, in M. IRRERA e S. CERRATO (diretto da), *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, Zanichelli, 2022, p. 168 ss.

¹⁹⁴ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 3.

¹⁹⁵ Art. 20 CCII, già art. 8 d.l. 118/2021.

¹⁹⁶ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, pp. 9-10 (art. 9 d.l. 118/2021).

¹⁹⁷ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 10 (art. 9, comma 4, d.l. 118/2021).

si avvale ampiamente degli strumenti offerti dall'istituto, coglie bene la posizione dell'imprenditore.¹⁹⁸

I doveri gravano però anche sulle parti interessate poiché il Codice della Crisi impone obblighi di lealtà, riservatezza e collaborazione in quanto, a fronte dell'onere, gravante sul debitore, di esporre con chiarezza le proprie condizioni astenendosi da condotte lesive per la massa; al contempo sulle controparti grava il dovere di prestare un contributo effettivo alla riuscita del confronto e l'aspettativa è particolarmente marcata nei confronti degli istituti bancari e degli intermediari finanziari.¹⁹⁹ In caso di comportamenti anomali o omissivi privi di idonea giustificazione si apre la strada all'accertamento giudiziale, poiché il fallimento delle trattative e la successiva apertura di una procedura concorsuale saranno oggetto di indagine e potranno dare luogo ad azioni di responsabilità promosse successivamente dal curatore.²⁰⁰

Qui emerge però l'asimmetria più rilevante dell'intero impianto; se i creditori non ricevono alcun beneficio premiale per la loro partecipazione attiva e tempestiva alle trattative, il legislatore ha ritenuto che il vantaggio sia *in re ipsa* poiché attraverso la soluzione preventiva e concordata della difficoltà del debitore il creditore otterrà una maggiore soddisfazione del proprio credito e dovrebbe quindi essere di per sé indotto a concludere l'accordo.²⁰¹ L'assunto è economicamente ragionevole, ma presuppone che ogni creditore ragioni sul valore atteso della propria posizione anziché sulla convenienza di anticipare gli altri. La disciplina, in sostanza, affida al calcolo razionale delle parti ciò che in una procedura concorsuale sarebbe imposto dal voto e dalla regola di maggioranza.

Ne deriva una posizione del creditore che la dottrina ha efficacemente definito "liquida", nel senso che il suo ruolo non è fisso né predeterminato ma cresce con il grado di invasività degli effetti che il debitore intende ottenere. Lo stesso soggetto può essere un creditore del tutto estraneo, se il debitore non richiede misure protettive e non lo coinvolge; un creditore inciso dalle misure ma non invitato al tavolo, che interviene solo nel procedimento di conferma o di revoca; oppure una parte a pieno titolo, quando l'esperto lo convochi alle

¹⁹⁸ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, nota 19, che riporta la formula di S. BONFATTI, *Profili della composizione negoziata della crisi d'impresa*, in *Il Diritto della Crisi*, 22 febbraio 2022, p. 4, secondo cui si tratta di "autonomia privata controllata" e, in presenza di un uso ampio degli strumenti offerti dall'istituto, di "autonomia privata integrata".

¹⁹⁹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 8.

²⁰⁰ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 8 e nota 17, che richiama le note di lettura del Senato, A.S. 2371, p. 12.

²⁰¹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 14.

trattative.²⁰² Resta fermo, in ogni configurazione, che l’iniziativa sulla scelta della soluzione spetta al debitore e non può essere sostituita da controproposte dei creditori, la cui disponibilità delimita però il perimetro delle soluzioni concretamente praticabili.²⁰³

Il quadro che emerge non è quello di un paracadute incondizionato, ma di uno spazio temporaneo di protezione all’interno del quale l’imprenditore è chiamato a dimostrare serietà, trasparenza e capacità di costruire insieme ai creditori un percorso credibile.²⁰⁴ Il “caso Sampdoria” conferma la logica del meccanismo anche nel momento della sua chiusura; nel confermare le misure all’esito della composizione negoziata, il Tribunale di Genova ha motivato la decisione con la necessità di non vanificare la complessa attività fino ad allora condotta dalla società al fine di garantire la continuità aziendale e lo ha fatto richiamando espressamente l’interesse dei creditori.²⁰⁵ Resta però un limite che nessuna misura protettiva può superare. Il blocco delle azioni esecutive impedisce che il valore aziendale venga disperso, ma non produce un solo euro di liquidità in quanto l’emorragia di cassa generata dalla gestione corrente, dai fornitori strategici da pagare e dalle componenti stipendiali da onorare prosegue senza soluzioni di continuità.

2.3 La nuova finanza in corso di composizione

Le misure protettive descritte nel paragrafo precedente hanno un effetto conservativo e nulla più; impediscono che il valore aziendale venga smembrato dalle iniziative dei singoli creditori, ma non aggiungono risorse liquide disponibili alle casse dell’impresa. I professionisti delle crisi aziendali conoscono questa distinzione: si può ottenere un decreto di conferma e trovarsi comunque nell’impossibilità di onorare le retribuzioni. La gestione finanziaria di un’azienda in crisi presenta una forte criticità: la domanda di liquidità raggiunge il suo apice proprio nel momento in cui l’accesso al credito e la capacità di attrarre capitali risultano al minimo.

Il primo capitolo ha ricostruito, sul piano teorico, le ragioni di questa asimmetria e le soluzioni che gli ordinamenti hanno adottato per superarla, dal *DIP financing* della Section

²⁰² MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 15 e nota 29, che richiama G. D’ATTORRE, La concorsualità “liquida” nella composizione negoziata, in *Il Fallimento*, n. 3, 2022, p. 301 ss.

²⁰³ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 12, e ivi V. ZANICHELLI, *Gli esiti possibili della composizione negoziata*, in *Il Diritto della Crisi*, 26 ottobre 2021, p. 4.

²⁰⁴ GRECO e DE MEDIO, *op. cit.*, p. 10.

²⁰⁵ *Il caso Sampdoria*, cit., decreto del Tribunale di Genova 14 agosto 2023, cit., che motiva la conferma delle misure ex art. 54 CCII con “la necessità di non vanificare la complessa attività fino ad ora condotta dalla società al fine di garantire la continuità aziendale anche nell’interesse dei creditori”.

364 del *Bankruptcy Code* al *privilège de la conciliation* francese. Resta da verificare come quel meccanismo operi in concreto nell'ordinamento italiano, quali siano i presupposti dell'autorizzazione giudiziale e quali conseguenze la prededuzione produca sulla posizione dei creditori anteriori, che di quel privilegio sopportano il costo.

2.3.1 Il fabbisogno di cassa durante le trattative

Occorre partire da una constatazione che il paragrafo precedente ha già introdotto e che qui produce le sue conseguenze economiche. L'imprenditore conserva intatti i poteri gestori e il suo patrimonio non viene assoggettato al regime del concorso, sicché resta libero di pagare i crediti anteriori;²⁰⁶ la libertà, però, è anche una necessità. Nessuna norma sospende l'obbligo di erogare le retribuzioni, di versare i contributi correnti, di pagare le utenze o di saldare i fornitori la cui prestazione è indispensabile alla produzione. Le misure protettive bloccano le uscite forzate, non quelle volontarie e necessarie.

La disciplina, per la verità, offre un presidio sul fronte contrattuale; adottate le misure, i creditori non possono rifiutare unilateralmente l'adempimento dei contratti pendenti né provocarne la risoluzione per il solo fatto del mancato pagamento di crediti anteriori.²⁰⁷ Il presidio, tuttavia, riguarda i rapporti già in essere e i debiti maturati prima dell'istanza, nessuna disposizione obbliga il creditore a concedere dilazioni sulle forniture successive e nella prassi accade regolarmente il contrario ovvero chi ha appreso della crisi cerca di tutelarsi pretendendo il pagamento anticipato o alla consegna. L'effetto combinato produce un semplice differimento del dissesto quando la protezione giuridica non è accompagnata da un inserimento di liquidità.

La *check-list* ministeriale colloca volontariamente tra i requisiti dell'organizzazione aziendale la capacità di elaborare una proiezione semestrale della tesoreria o, quanto meno, un prospetto dei movimenti finanziari in entrata e in uscita riferito a tredici settimane.²⁰⁸ Il documento, frequentemente considerato un mero adempimento formale, assolve in realtà tre funzioni distinte: (i) consente all'imprenditore di individuare il momento di esaurimento della liquidità e quindi di fissare la scadenza reale della trattativa; (ii) consente all'esperto di

²⁰⁶ N. MANZINI e F. CARELLI, *Il ruolo dei creditori nella composizione negoziata*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 28 marzo 2022, p. 5 e nota 11, ove si riporta l'osservazione di I. PAGNI e M. FABIANI secondo cui nella composizione negoziata non si ha "alcun blocco di crediti e debiti", "alcuna previsione di un ordine di distribuzione" né "alcun, neppur minimo, spossamento".

²⁰⁷ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 5 (art. 6, comma 5, del d.l. 118/2021, oggi art. 18, comma 5, CCII).

²⁰⁸ V. FRANCO, *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, materiali del corso di formazione per dottori commercialisti, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Brescia, 9 marzo 2022, slide 11.

verificare la ragionevolezza complessiva dei flussi e (iii) consente infine al tribunale, come si vedrà, di apprezzare la funzionalità del finanziamento di cui si chiede l'autorizzazione.²⁰⁹

L'impresa priva di un prospetto di tesoreria attendibile non è in grado di presentare una pianificazione oggettiva dell'utilizzo delle risorse richieste.

Il fabbisogno, del resto, non dipende soltanto dal margine operativo; il test pratico, come si è osservato, misura la sostenibilità del debito attraverso il margine operativo lordo normalizzato al netto degli investimenti di mantenimento e delle imposte, ma trascura le variazioni del capitale circolante netto, con la conseguenza che scelte strategiche anche corrette possono generare un rilevante assorbimento di cassa pur in presenza di un margine positivo.²¹⁰ Nella gestione quotidiana di un'impresa in crisi il circolante è quasi sempre la variabile dominante, perché i clienti allungano i tempi di pagamento nel momento stesso in cui i fornitori li accorciano. La forbice si apre esattamente quando l'impresa è meno attrezzata a sostenerla.

Accanto alla finanza in senso proprio il legislatore ha previsto una leva fiscale che opera però soltanto a valle; in caso di pubblicazione nel registro delle imprese dell'accordo sottoscritto anche dall'esperto o del contratto con i creditori, il debitore può ottenere dall'Agenzia delle Entrate un piano di rateazione fino a settantadue mesi per le somme dovute e non versate a titolo di IRES, IVA e IRAP non ancora iscritte a ruolo.²¹¹ È un beneficio significativo sul piano del fabbisogno strutturale, ma presuppone la conclusione positiva delle trattative e non risolve il problema della liquidità durante le trattative stesse.²¹²

2.3.2 L'articolo 22 del CCII e l'autorizzazione del tribunale

La risposta dell'ordinamento a questo problema è contenuta nell'art. 22 CCII. La norma consente al tribunale di autorizzare l'imprenditore a contrarre finanziamenti prededucibili, a contrarli dai soci in deroga alla postergazione prevista dagli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c., oppure a riceverli da una o più società appartenenti al gruppo.²¹³ Alla stessa sede

²⁰⁹ *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, cit., slide 10, sull'analisi di coerenza affidata all'esperto, chiamato a esaminare "la ragionevolezza complessiva dei flussi di cassa liberi al servizio del debito".

²¹⁰ *Il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento*, in *RATIO-Evo*, n. 1/2022, Centro Studi Castelli, p. 6.

²¹¹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 14 (art. 14, comma 4, del d.l. 118/2021, oggi art. 25-bis CCII). La rateazione riguarda le somme dovute e non versate a titolo di IRES, IVA e IRAP non ancora iscritte a ruolo e presuppone la pubblicazione nel registro delle imprese dell'accordo o del contratto con i creditori.

²¹² MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 14. Il medesimo contributo ricorda che il debitore può concludere un accordo ex art. 67 l.f. senza sostenere i costi dell'attestazione, purché l'atto sia sottoscritto anche dall'esperto.

²¹³ Art. 22, comma 1, lett. a), b) e c), CCII, già art. 10, comma 1, del d.l. 118/2021. Sulla disciplina cfr. L. BENEDETTI, *La disciplina della nuova finanza nella composizione negoziata*, in M. IRRERA e S.A.

autorizzativa è ricondotto il trasferimento dell'azienda o di suoi rami senza gli effetti dell'art. 2560, comma 2, c.c.,²¹⁴ di cui si tratterà più avanti.

Sul piano procedurale il legislatore ha scelto la strada della rapidità, all'autorizzazione si giunge attraverso il rito camerale regolato dagli artt. 737 e seguenti c.p.c., con l'espressa prescrizione di ascoltare i soggetti coinvolti e di acquisire gli elementi conoscitivi necessari.²¹⁵ La formula non è di stile in quanto si è correttamente osservato che il creditore titolare di un interesse ad agire può difendersi e intervenire in udienza secondo le regole del rito camerale, facendo valere le proprie ragioni contrarie alla concessione del finanziamento.²¹⁶ Il contraddittorio, in altri termini, esiste ed è l'unico momento in cui i creditori anteriori possono opporsi a un atto destinato a incidere sulla loro posizione senza che sia richiesto il loro consenso. La differenza rispetto al procedimento sulle misure protettive è netta anche sotto il profilo degli effetti in caso di misure protettive il creditore subisce una compressione temporanea di un rimedio, in ipotesi di concessione di finanziamento subisce una modifica dell'ordine di soddisfazione.²¹⁷

Il criterio di valutazione è indicato dalla norma nella funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori.²¹⁸ Si tratta di un doppio test e i due termini non coincidono. Un finanziamento può essere funzionale alla continuità e tuttavia peggiorare la posizione dei creditori, se serve soltanto a prolungare l'attività di un'impresa non risanabile mentre può risultare conveniente per i creditori pur comportando una discontinuità gestionale rilevante. Il giudice è chiamato a verificare che entrambe le condizioni ricorrano senza entrare nel merito industriale del piano.

Da qui il rilievo del parere dell'esperto, che la dottrina ha collocato tra i compiti più delicati della funzione insieme al parere sul trasferimento dell'azienda e a quello sulla rideterminazione dei contratti divenuti eccessivamente onerosi.²¹⁹ Lo schema riproduce

CERRATO (diretto da), *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, Zanichelli, 2022, p. 291 ss., richiamato da MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, nota 21.

²¹⁴ Art. 22, comma 1, lett. d), CCII.

²¹⁵ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 10.

²¹⁶ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 10. Nello stesso senso A. NASTRI, *Le autorizzazioni del Tribunale nella composizione negoziata della crisi*, in *Il Diritto della Crisi*, 23 marzo 2022, e R. BROGI, *Le autorizzazioni e la rideterminazione delle condizioni contrattuali*, in *Il Fallimento*, n. 12, 2021, p. 1553, entrambi richiamati *ivi*, nota 21.

²¹⁷ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, pp. 10-11, dove si distingue la posizione del creditore del tutto estraneo alla composizione negoziata, che dispone dei soli rimedi ordinari, da quella del creditore inciso dalle misure protettive.

²¹⁸ Art. 22, comma 1, CCII.

²¹⁹ P. POMPEI, *Trasparenza, rotazione ed efficienza nelle procedure di nomina dell'esperto*, in *Il Professionista. Imprese e Codice della Crisi*, n. 5, aprile 2026, *Il Sole 24 ORE Professionale* e Fondazione ADR Commercialisti, p. 14.

quello già osservato a proposito del test di perseguibilità, il controllo giuridico è deliberatamente leggero, mentre il filtro sostanziale è tecnico ed è affidato a un professionista indipendente. Del resto l'intervento dell'autorità giudiziaria nella composizione negoziata si concentra in due soli momenti, la concessione o revoca delle misure protettive e cautelari e le autorizzazioni ex art. 22.²²⁰ Quando la complessità dell'operazione lo richiede, il tribunale può richiedere l'attività di un ausiliario; nel caso Sampdoria il collegio, nel motivare l'omologazione degli accordi, ha richiamato espressamente il parere reso dall'ausiliario nominato nel sub-procedimento volto a ottenere l'autorizzazione del finanziamento prededucibile.²²¹ Il parere del professionista, formulato mesi prima, ha continuato a produrre effetti sul giudizio finale di convenienza,²²² segno che la valutazione compiuta in sede autorizzativa non si esaurisce nel provvedimento che la conclude.

Un ultimo profilo merita attenzione, poiché la banca è tenuta a partecipare alle trattative in modo attivo e informato, si è sostenuto che l'istituto sollecitato a erogare non possa opporre un rifiuto motivato unicamente dalla pendenza di una composizione negoziata, restando libero di negare il credito soltanto in presenza di motivi chiari e fondati, adeguatamente istruiti e giustificati.²²³ L'affermazione va però intesa nei suoi limiti: essa incide sulle modalità del rifiuto, non sulla libertà di erogare. Nessuna norma trasforma la prededuzione in un obbligo a contrarre e questo spiega perché, nella prassi, la nuova finanza provenga assai più spesso da investitori specializzati e da soci che dal ceto bancario ordinario.

2.3.3 La prededucibilità come leva strategica

La prededuzione attribuisce al credito una priorità di rimborso rispetto agli altri crediti nell'eventuale procedura concorsuale successiva.²²⁴ La sua funzione economica, già impostata nel primo capitolo, è quella di neutralizzare l'asimmetria informativa che rende irrazionale finanziare un'impresa in crisi. Il finanziatore assistito da prededuzione non deve stimare la probabilità che il risanamento riesca, ma soltanto la capienza dell'attivo nello

²²⁰ POMPEI, *op. cit.*, p. 11, che individua nella concessione, modifica o revoca delle misure protettive e cautelari e nelle autorizzazioni ex art. 22 CCII i soli momenti di intervento dell'autorità giudiziaria nel percorso.

²²¹ *Il caso Sampdoria. Dalla composizione negoziata della crisi all'accordo di ristrutturazione dei debiti a efficacia estesa con transazione fiscale*, sentenza del Tribunale di Genova n. 132/2023, pubblicata il 13 ottobre 2023, che richiama "il parere espresso dall'ausiliario dott. Stefano Gorgoni nel sub procedimento volto ad ottenere l'autorizzazione del tribunale sul finanziamento prededucibile richiesto dalla società".

²²² *Il caso Sampdoria*, cit., sentenza del Tribunale di Genova n. 132/2023, nonché il decreto del Tribunale di Genova 14 agosto 2023, che richiama a sua volta "le conclusioni raggiunte dal consulente nominato dal Tribunale in occasione della autorizzazione di finanziamento prededucibile".

²²³ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 11.

²²⁴ Art. 6 CCII.

scenario liquidatorio. Il rischio che assume smette di essere un rischio industriale e diventa un rischio di recupero, valutabile con gli strumenti ordinari dell'analisi del credito.

Tra i tre canali previsti dall'art. 22 il più significativo sul piano economico è forse quello che consente di autorizzare finanziamenti dai soci in deroga alla postergazione.²²⁵ La regola dell'art. 2467 c.c. nasce per impedire che i soci trasferiscano sui creditori il rischio d'impresa attraverso l'indebitamento anziché la ricapitalizzazione, ma applicata alla crisi produce un effetto contraddittorio: il socio che immetta risorse in una società in difficoltà finanziaria, di fatto, i creditori anteriori e ha quindi un incentivo razionale ad astenersi. La deroga restituisce ai soci la posizione di finanziatori razionali proprio nel momento in cui il loro apporto è più utile. È una scelta che il legislatore ha compiuto consapevolmente, accettando di sacrificare una regola di tutela in vista di un risultato di sistema.

Ancora una volta il procedimento della Sampdoria offre una misura quantitativa di come questi strumenti si combinino nella prassi. L'*head of terms* sottoscritto il 27 maggio 2023 prevedeva un apporto finanziario dell'investitore fino a quaranta milioni di euro, di cui trenta milioni nella forma di finanziamento prededucibile ex art. 22 CCII, erogati mediante sottoscrizione di un prestito obbligazionario convertibile di pari importo emesso dalla società e dieci milioni da erogarsi come aumento di capitale: una sottoscrizione di uno strumento di *quasi equity* ovvero un finanziamento prededucibile ai sensi dell'art. 101 CCII.²²⁶ L'intera operazione era funzionale a consentire all'investitore l'acquisizione di una partecipazione pari al 99,96 per cento del capitale sociale.²²⁷

La struttura merita di essere letta con attenzione, perché il finanziamento prededucibile non è qui soltanto uno strumento di sostegno alla liquidità, ma è il veicolo attraverso il quale si realizza il cambio di controllo. La conversione della prima *sub-tranche* del prestito obbligazionario ha attribuito al veicolo dell'investitore una partecipazione pari a circa il 51,71 per cento, mentre il socio di controllo storico scendeva al 48,25.²²⁸ La conversione di ulteriori cinque milioni, effettuata il 3 agosto 2023, ha portato la partecipazione al 66,26 per cento.²²⁹ Il credito prededucibile, in altre parole, si è trasformato in capitale di rischio e con esso nel titolo che legittima la nuova proprietà. Lo schema riproduce, in scala ridotta e con

²²⁵ Art. 22, comma 1, lett. b), CCII, che consente di autorizzare finanziamenti dai soci in deroga agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.

²²⁶ *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso ex artt. 40, 48, 57, 61 e 63 CCII, § 5, lett. vi) e nota 5.

²²⁷ *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 5, lett. vi).

²²⁸ *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 14, nota 9.

²²⁹ *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 14, nota 9, e nota 1, che dà conto del versamento di cinque milioni di euro effettuato il 1° agosto 2023 in esecuzione degli obblighi di sottoscrizione del prestito obbligazionario convertibile e della successiva conversione del 3 agosto 2023.

adattamenti, la logica del *loan-to-own* che il paragrafo 1.5.3 ha descritto a proposito del mercato statunitense del *DIP financing*. Chi porta la nuova finanza in una situazione di crisi tende a chiedere, in cambio, il controllo dell'impresa risanata.

Va detto con chiarezza che la prededuzione ha un costo e che questo costo è sopportato dai creditori anteriori. Se il risanamento riesce, il beneficio si distribuisce su tutti; se fallisce, i chirografari anteriori si trovano davanti un credito che li precede nell'ordine di soddisfazione e la loro posizione risulta peggiorata rispetto a quella che avrebbero avuto senza l'intervento. Poiché il loro consenso non è richiesto, il controllo giudiziale sulla funzionalità dell'atto costituisce l'unica garanzia sostanziale di cui dispongono. È una ragione in più per non considerare l'autorizzazione ex art. 22 un passaggio meramente formale.

Esiste infine un collegamento diretto, e poco esplorato, tra la nuova finanza e la diagnosi descritta nel primo paragrafo. Il test pratico prevede che dal numeratore siano dedotti i nuovi conferimenti e finanziamenti previsti, anche postergati.²³⁰ L'immissione di risorse migliora dunque aritmeticamente il rapporto e può spostare l'impresa da una fascia di difficoltà a quella immediatamente inferiore. Il punto da considerare è che la nuova finanza riduce il numeratore, ma non incrementa il denominatore, poiché non modifica il margine operativo lordo a regime ²³¹ in altri termini rende il debito più gestibile senza rendere l'impresa più redditizia. Un piano che affidi il risanamento alla sola immissione di capitale, senza intervenire sulle cause della perdita di marginalità, supera il test senza risolvere la crisi.

2.3.4 Trasferimento d'azienda e rinegoziazione dei contratti

L'art. 22 consente al tribunale di autorizzare il trasferimento in qualunque forma dell'azienda o di uno o più suoi rami senza gli effetti dell'art. 2560, comma 2, c.c.²³² La deroga è ciò che rende materialmente vendibile un'azienda in crisi; in sua assenza l'acquirente risponderebbe solidalmente dei debiti anteriori risultanti dai libri contabili, con la conseguenza che nessun investitore razionale accetterebbe l'operazione se non a un prezzo fortemente contratto e il valore perso andrebbe sottratto proprio ai creditori che la cessione dovrebbe soddisfare.

Lo strumento assume rilievo decisivo nella fascia alta del test ovvero quando il rapporto tra debito da ristrutturare e flussi si colloca su valori di cinque o sei, la presenza di un margine operativo lordo positivo non basta a consentire il risanamento e può rendersi necessaria la

²³⁰ *Il test pratico...*, cit., p. 5, dove tra le poste in deduzione del numeratore figurano i “nuovi conferimenti e finanziamenti, anche postergati, previsti”.

²³¹ *Il test pratico...*, cit., p. 6, sulla composizione del denominatore.

²³² Art. 22, comma 1, lett. d), CCII, già art. 10, comma 1, lett. d), del d.l. 118/2021.

cessione dell'azienda. Qualora la prosecuzione dell'attività sia praticabile soltanto per il tramite di un altro soggetto, occorre quantificare il ricavato atteso dalla vendita del complesso aziendale o di sue porzioni e raffrontarlo con l'esposizione da servire.²³³ Non a caso l'esperto, oltre a rendere il proprio parere sul trasferimento, può richiedere all'imprenditore di eseguire una stima del valore di liquidazione dell'intero patrimonio o di parti di esso, così da consentire alle parti di valutare le alternative praticabili.²³⁴

La legittimità sostanziale dell'operazione dipende però dal modo in cui l'acquirente viene selezionato. Il procedimento della Sampdoria fornisce anche qui un modello procedurale; la società, con il supporto dei propri *advisor* e dell'esperto, ha condotto un *iter* competitivo sul mercato per individuare l'investitore, ha partecipato a incontri con i possibili offerenti previa sottoscrizione di un accordo di riservatezza e condivisione di un *information memorandum*, e ha verbalizzato quegli incontri per il tramite dell'esperto stesso.²³⁵ All'esito di una valutazione comparativa, il 27 maggio 2023 è stata accettata l'offerta ritenuta più conveniente per i creditori e per gli *stakeholder* e idonea ad assicurare la continuità aziendale.²³⁶ La tracciabilità del processo competitivo è ciò che rende difendibile la scelta finale di fronte ai creditori dissenzienti e, in ultima analisi, di fronte al giudice.

L'ultimo strumento è la rinegoziazione, su invito dell'esperto le parti possono ridefinire in buona fede il contenuto dei rapporti di durata, siano essi a esecuzione continuata, periodica o differita, quando la prestazione sia divenuta eccessivamente onerosa a causa della pandemia da SARS-CoV-2; soltanto in caso di disaccordo, e unicamente su istanza del debitore, la modifica può essere disposta dal giudice, che deve comunque tenere conto delle ragioni del terzo contraente.²³⁷ Il potere riconosciuto alla controparte negoziale è più ampio di quello che le spetterebbe nel meccanismo dell'art. 169-*bis* l.f., dove il contraente può soltanto opporsi alla sospensione o alla risoluzione del contratto, in questa sede gli è consentito farsi parte attiva, avanzando un diverso assetto di clausole idoneo a sbloccare la situazione, e prendere parte al giudizio eventualmente instaurato per esporvi le proprie obiezioni.²³⁸²³⁹

²³³ *Il test pratico...*, cit., p. 6.

²³⁴ POMPEI, *op. cit.*, p. 14.

²³⁵ *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 5, lett. iii) e iv).

²³⁶ *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 5, lett. v).

²³⁷ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 11 (art. 10 del d.l. 118/2021, oggi art. 22, comma 2, CCII).

²³⁸ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, pp. 11-12; S. MANSOLDO, *Trasferimento d'azienda e rinegoziazione dei contratti*, in M. IRRERA e S.A. CERRATO (diretto da), *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, Zanichelli, 2022, p. 188 ss., richiamato ivi, nota 24.

²³⁹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 12.

Il limite della disposizione è però evidente e va segnalato senza attenuazioni; l'ambito applicativo è circoscritto all'eccessiva onerosità sopravvenuta per effetto della pandemia e questo ne fa uno strumento congiunturale, nato per un'emergenza determinata e di scarsa utilità per crisi originate da fattori diversi. Le tensioni prodotte dallo shock energetico e dall'aumento dei prezzi delle materie prime, che hanno colpito il manifatturiero italiano negli anni immediatamente successivi, restano fuori dalla previsione. Su questo terreno l'imprenditore dispone soltanto della persuasione e dell'autorevolezza dell'esperto, non di un rimedio giudiziale.

Resta comunque il dato che la composizione negoziata può concludersi anche con un contratto, stipulato con i creditori, capace di garantire per almeno un biennio la prosecuzione dell'attività, il che suggerisce che l'esito possa consistere non soltanto in un accordo di natura finanziaria volto a ridiscutere i termini di pagamento, ma anche in un negozio diretto a riorganizzare l'attività operativa e gestionale del debitore.²⁴⁰ È una flessibilità che il diritto concorsuale tradizionale non conosceva.

Una diagnosi rapida stabilisce se il risanamento sia ragionevolmente perseguibile; le misure protettive congelano il patrimonio per il tempo necessario a negoziare; la nuova finanza autorizzata consente all'impresa di attraversare quel periodo senza esaurire la cassa, e il trasferimento d'azienda offre una via d'uscita quando la continuità diretta non è praticabile. Nessuno di questi strumenti, preso isolatamente, produce il risanamento, la loro efficacia dipende da come si compongono in una sequenza coerente e soprattutto da variabili che nessuna norma può garantire ovvero la tempestività della decisione imprenditoriale, la qualità dell'informazione messa a disposizione e la disponibilità dei creditori a sedersi al tavolo.²⁴¹ Il "*caso Sampdoria*" dimostra che la sequenza può funzionare anche in situazioni gravemente compromesse, con una relazione finale dell'esperto che ha attestato la sussistenza di concrete prospettive di risanamento all'esito di trattative condotte per oltre sei mesi.²⁴² Restano da verificare due questioni che l'analisi teorica non può risolvere: se lo strumento regga alla prova di un gruppo industriale complesso, con stabilimenti e commesse

²⁴⁰ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 13, e ivi F. DI MARZIO, *Crisi, contratti e ristrutturazione*, in *Il Diritto della crisi*, 19 novembre 2021.

²⁴¹ MANZINI e CARELLI, *op. cit.*, p. 12, e ivi V. ZANICHELLI, *Gli esiti possibili della composizione negoziata*, in *Il Diritto della Crisi*, 26 ottobre 2021, p. 4, secondo cui l'accertata mancanza di disponibilità dei creditori determina la comunicazione dell'impossibilità di perseguire il risanamento e l'archiviazione della composizione negoziata.

²⁴² *Il caso Sampdoria*, cit., ricorso, § 5, lett. viii) e nota 6.

internazionali, e se i benefici misurati sugli indicatori di bilancio giustificano il sacrificio imposto ai creditori.²⁴³

²⁴³ G. GRECO e E. DE MEDIO, *Misure protettive e cautelari nella composizione negoziata*, in *Il Professionista. Imprese e Codice della Crisi*, n. 5, aprile 2026, p. 10.

CAPITOLO 3

Case study: il turnaround di Valvitalia S.p.A.



3.1 Profilo aziendale e posizionamento di mercato: chi è Valvitalia S.p.A.

Le due questioni lasciate aperte dal capitolo precedente, cioè se la composizione negoziata regga alla prova di un gruppo industriale complesso e se i benefici misurabili sugli indicatori di bilancio giustificano il sacrificio richiesto ai creditori, non ammettono una risposta puramente teorica. Richiedono un caso, e richiedono che il caso sia esaminato per quello che è, e cioè non come l'illustrazione di una tesi già formata, ma come una verifica empirica che l'analisi può anche smentire.

La descrizione dell'impresa precede quella della crisi per una ragione tecnica. Il test pratico di perseguibilità del risanamento non misura un'impresa astratta, in quanto mette in rapporto il debito da ristrutturare con i flussi che una struttura produttiva determinata riesce a generare, e quella struttura va conosciuta prima. Vale lo stesso per la scelta dello strumento, poiché la preferenza accordata alla composizione negoziata rispetto all'accordo di ristrutturazione si spiega con l'esigenza di riservatezza. È un'affermazione verificabile solo se si conosce in anticipo che l'impresa vive di commesse pluriennali assegnate da committenti internazionali che valutano la solidità del fornitore prima di aggiudicare l'ordine.

3.1.1 Storia e sviluppo del Gruppo

Valvitalia nasce da un progetto del Cav. Lav. Salvatore Ruggeri, fondatore e ancora oggi Presidente del Gruppo, che creò una delle prime società italiane del settore delle valvole capaci di competere con le grandi multinazionali americane.²⁴⁴ Il progetto ha una biografia

²⁴⁴ Valvitalia S.p.A., sito istituzionale, sezione *La nostra storia*, ultimo accesso: 09/07/2026.

industriale precisa dietro di sé, il Cav. Ruggeri, nato a Patti nel 1949, aveva diretto in Italia la Dresser e nel 2002, quando l'acquisizione della società da parte di Cameron rischiava di ridurre la filiale italiana a un semplice esecutore di ordini, decise di costituire una realtà aziendale autonoma.

La diagnosi da cui muove il progetto si basa sulla numerosità di produttori nazionali tecnologicamente validi e complementari fra loro, ma di nessun operatore abbastanza grande per presentarsi come interlocutore unico dei committenti del settore energetico.²⁴⁵

La risposta fu una crescita per aggregazione; lo stabilimento individuato nei pressi di Rivanazzano, in provincia di Pavia, ospita l'avvio di quella che il fondatore stesso ha chiamato "campagna acquisti": nel giro di un anno entrano nella società Tormene, Vitas, Delta Valves Europe, Rotor, Thevignot, Vanadour, Dyna-Lok, Sealmatic e Diversified Energy Products.²⁴⁶

Il senso dell'operazione non si esaurisce con la crescita esterna mediante acquisizione di *competitor*, poiché acquisire marchi già qualificati significa entrare subito nelle *vendor list* dei principali committenti, che nel settore *oil & gas* richiedono processi di omologazione lunghi e onerosi; assorbire insieme ai marchi le persone che vi lavoravano significa disporre di competenze nel settore delle valvole che una crescita interna avrebbe formato in molti anni.²⁴⁷ In quindici anni il Gruppo porta a termine quindici acquisizioni e arriva a dodici linee di prodotto installate in centosette Paesi.²⁴⁸

Le tappe successive seguono la stessa logica, quella del *one stop shop*. Tecnoforge, rilevata nel 2005, aggiunge i raccordi e quasi raddoppia il fatturato in un solo esercizio, da circa centodieci milioni di euro nel 2004 a circa duecentododici nel 2005,²⁴⁹ Broady, produttrice britannica di valvole di sicurezza per il settore energetico e per il navale militare, entra nel perimetro nel 2010 e apre un segmento a più alto contenuto tecnologico, meno esposto al ciclo delle grandi commesse.²⁵⁰ Silvani nel 2014 ed Eusebi nel 2015 portano il Gruppo nei

²⁴⁵ C. FICCO, *Il Gruppo Valvitalia e il piano di rilancio in cinque punti*, in "AziendaTop", 29 agosto 2023, intervista all'amministratore delegato Andrea Forzi; Valvitalia S.p.A., comunicato stampa *Approvato il piano di rilancio del Gruppo Valvitalia*, 31 marzo 2023, sezione informativa finale.

²⁴⁶ Valvitalia S.p.A., *La nostra storia*, cit.

²⁴⁷ Valvitalia S.p.A., *La nostra storia*, cit., ove i due risultati sono indicati espressamente come acquisizione di marchi già presenti nelle *vendor list* dei principali operatori e integrazione di risorse umane con precedente esperienza nel campo delle valvole.

²⁴⁸ Valvitalia, *l'azienda che sfida i colossi delle valvole Oil and Gas*, in "Panorama", 14 maggio 2017.

²⁴⁹ FICCO, op. cit.

²⁵⁰ FICCO, op. cit.; sul profilo di Broady Flow Control Limited, attiva nei settori commerciale e difesa, Valvitalia S.p.A., comunicato stampa del 13 maggio 2025.

sistemi antincendio per il navale, il ferroviario e le infrastrutture; Nuova Giungas, nel 2016, aggiunge i giunti isolanti.²⁵¹

L'internazionalizzazione segue la geografia della domanda energetica: Valvitalia (Suzhou) Valves nel 2006, le società indiana ed egiziana, la *joint venture* saudita Arab Italian Manufacturing Co., gli uffici commerciali di Algeri, Abu Dhabi, Houston e Kuala Lumpur, poi Seoul, Pechino, Baku e Mosca.²⁵² Nel dicembre 2013 è raggiunto l'accordo con l'allora Fondo Strategico Italiano per l'ingresso nel capitale con il 49,5 per cento, perfezionato con il closing nel gennaio 2014, quota poi confluita in CDP Equity²⁵³, il capitale pubblico compare nella storia del Gruppo dieci anni prima del salvataggio.²⁵⁴ Nel 2016 viene studiata un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione per la quotazione, poi abbandonata per le condizioni di mercato.²⁵⁵

I numeri di questa fase ascendente sono documentati, in quanto il fatturato passa da ventinove milioni di euro nel 2002 a trecentocinquantaquattro milioni nel 2009, tocca i quattrocentotrentasei milioni nel 2016 e raggiunge il massimo, secondo la ricostruzione del *management*, intorno ai quattrocentocinquanta milioni nel 2015.²⁵⁶ La contrazione del volume d'affari comincia subito dopo, e non nel 2022: già nel 2017 il fatturato risulta in flessione e l'esercizio si chiude con una perdita di 5,7 milioni di euro, pari all'1,7 per cento dei ricavi, in coincidenza con la forte flessione delle quotazioni del greggio, scese fino a circa trentacinque dollari al barile fra la fine del 2015 e i primi mesi del 2016.²⁵⁷

²⁵¹ FICCO, op. cit.; G.M. GIURA, *Valvitalia vede la luce, nuova finanza in arrivo dall'azionista Cdp e riassetto del debito con le banche*, in "BeBeez", 14 febbraio 2023, che colloca Silvani nel 2014 ed Eusebi nell'anno successivo.

²⁵² Valvitalia S.p.A., *La nostra storia*, cit.; FICCO, op. cit.

²⁵³ L'accordo con la famiglia Ruggeri è stato annunciato il 15 dicembre 2013, mentre il closing dell'operazione è stato perfezionato nel gennaio 2014: il comunicato stampa di Valvitalia S.p.A. relativo all'acquisizione di Silvani indica il Fondo Strategico Italiano quale azionista al 49,5 per cento "dal gennaio 2014".

²⁵⁴ GIURA, op. cit.

²⁵⁵ GIURA, op. cit.

²⁵⁶ Per il 2002 e il 2009, *Valvitalia, spirito americano*, in "la Provincia Pavese", 24 novembre 2010; per il 2016, "Panorama", 14 maggio 2017, cit.; per il picco 2015, FICCO, op. cit.

²⁵⁷ *Valvitalia S.p.A. - Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, estratto AIDA del 3 settembre 2020, prospetto "Principali voci di bilancio", che espone per il 2017 una perdita di 5,7 milioni di euro. Cfr. infra, § 3.2.2.

3.1.2 Il modello di business e il portafoglio prodotti

Valvitalia è un gruppo multinazionale italiano che progetta, produce e distribuisce valvole, attuatori, raccordi e sistemi gas per l'industria energetica, oltre a soluzioni antincendio per il navale, il ferroviario e l'infrastrutturale.²⁵⁸

L'attività si organizza intorno a tre filiere: il *flow control* comprende valvole a sfera, *gate*, *globe*, *check*, *butterfly*, *triple offset*, *plug*, valvole di sicurezza e di controllo, oltre ai sistemi di distribuzione e misurazione del gas, e impegna gli stabilimenti di Rivanazzano Terme, Brendola, Broady nel Regno Unito e Suzhou in Cina.²⁵⁹ I raccordi sono presidiati dai due impianti Tecnoforge: a Castel San Giovanni si realizzano per forgiatura, saldatura e trattamento termico curve fino a novanta pollici, ad Arena Po si producono per estrusione curve fino a ventiquattro pollici.²⁶⁰ L'antincendio è concentrato ad Ancona al servizio del trasporto ferroviario e navale, civile e militare, le opere civili e le infrastrutture, con un peso specifico degli impianti per le gallerie.²⁶¹ La filosofia commerciale quale elemento di congiunzione delle tre filiere resta quella dichiarata all'origine, ossia fornire al cliente l'intera gamma da un unico interlocutore.²⁶²

Questa articolazione va letta in chiave di rischio, perché è l'elemento su cui il piano industriale successivo alla composizione negoziata ha fondato la manovra. Un gruppo che ricava la maggior parte del margine da grandi commesse *oil & gas* è esposto alla ciclicità degli investimenti dei committenti, alla lunghezza del ciclo che converte l'ordine in cassa e alla rigidità del prezzo pattuito rispetto al costo delle materie prime. Raccordi, antincendio e soprattutto le attività di *aftermarket* e *service* hanno una dinamica diversa: importi unitari minori, ricorrenza maggiore, minore assorbimento di capitale circolante. Il recupero di redditività dell'esercizio 2025 è coerente con le politiche volte all'efficienza industriale, alle strategie commerciali e al crescente contributo dell'*aftermarket* e del *service*, con una ricomposizione del *mix* verso le attività a maggiore valore aggiunto.²⁶³

Il riposizionamento verso i mercati della transizione energetica è l'altro asse del piano. Il Presidente lo ha descritto in modo diretto; il gas resta il *core business*, ma il Gruppo produce

²⁵⁸ Comunicati stampa dell'8 maggio 2024, del 13 maggio 2025 e del 14 maggio 2026, sezioni informative finali.

²⁵⁹ FICCO, op. cit.

²⁶⁰ FICCO, op. cit.

²⁶¹ FICCO, op. cit.

²⁶² Valvitalia S.p.A., sito istituzionale, sezione *Chi siamo*, ultimo accesso: 22/07/2026, che indica nella filosofia "one-stop-shop" uno dei due elementi determinanti del successo aziendale.

²⁶³ Valvitalia S.p.A., comunicato stampa *Valvitalia Group: approvato il bilancio 2025*, 14 maggio 2026.

anche per l'idrogeno e per la cattura della CO₂, e si sta qualificando per il settore nucleare di nuova generazione.²⁶⁴ L'esempio più circostanziato è il progetto condotto con il Politecnico di Milano per validare una valvola idonea al trasporto di idrogeno in concentrazione pari al cento per cento, che ha richiesto di individuare i materiali capaci di garantire la tenuta e di resistere all'infragilimento cui il gas espone sia i componenti metallici sia quelli soffici.²⁶⁵ Sul versante antincendio, l'ultimo intervento citato dal *management* è l'impianto di spegnimento della galleria Montezemolo, sull'autostrada Torino-Savona.²⁶⁶ Su questo punto è emersa una limitazione ovvero l'uscita da una crisi finanziaria profonda ha comportato negli anni immediatamente precedenti una sensibile riduzione degli investimenti in innovazione, con molti ingegneri impiegati e un programma di rafforzamento ancora da attuare.²⁶⁷ In altri termini la composizione negoziata ha permesso all'impresa di proseguire l'attività, ma il recupero della capacità di investimento è un processo separato e più lento, che gli indicatori di solvibilità non misurano.

Anche l'assetto organizzativo si è semplificato; nel 2024 il Gruppo contava cinque *business unit*: *Fire Fighting* con i marchi Eusebi e Silvani, *Flow Control Italy*, *Flow Control China*, Tecnoforge e Broady UK, oltre a una struttura dedicata alla ricerca e sviluppo mentre nel 2025 le funzioni erano già ricondotte a una *Division Valves and Systems* e a tre *business unit*. Nel 2026 le business unit si sono ridotte a due: *Division, Valves & Systems* e *Fitting & FireFighting*, con la sola Broady UK conservata come unità autonoma.²⁶⁸ La riduzione dei centri di responsabilità in tre esercizi è un indicatore indiretto, ma leggibile di razionalizzazione della *governance* operativa.

3.1.3 Dimensione e rilevanza strategica, nazionale e internazionale

La misura della dimensione pre-crisi richiede cautela in quanto i dati poggiano su perimetri diversi, ma la direzione della serie non è equivoca. In termini consolidati il fatturato scende dai quattrocentotrentasei milioni di euro del 2016 ai duecentonovantacinque del 2019 e ai duecentoquattro del 2020; mentre considerando il perimetro di Valvitalia S.p.A. passa da

²⁶⁴ S. RUGGERI, dichiarazione riportata in *Valvitalia, la sfida dei nuovi mercati: "C'è un futuro anche oltre il gas"*, in "Il Giorno", 20 giugno 2024.

²⁶⁵ FICCO, op. cit.

²⁶⁶ FICCO, op. cit.

²⁶⁷ FICCO, op. cit., dove si legge che "usciamo da una crisi finanziaria profonda e in questi ultimi anni purtroppo non si è potuto investire troppo in innovazione".

²⁶⁸ Comunicati stampa dell'8 maggio 2024, del 13 maggio 2025 e del 14 maggio 2026, cit.

381,3 milioni nel 2016 a 262,5 nel 2018.²⁶⁹ Nel quinquennio anteriore alla pandemia il Gruppo perde circa il trenta per cento del proprio volume d'affari.

L'occupazione presenta lo stesso andamento in modo più evidente: al massimo dell'espansione il Gruppo contava 1.312 persone; dopo la manovra ne conta circa ottocento nel 2023 e oltre ottocentocinquanta nel 2025, di cui circa seicentosessanta negli stabilimenti italiani.²⁷⁰ Nella sola capogruppo l'organico scende dalle 956 unità del 2017 alle 730 del 2022 e alle 626 del 2023, per risalire a 660 nel 2025.²⁷¹ È il costo occupazionale della crisi, e spiega perché l'amministratore delegato indichi come primo risultato del piano l'avere "consentito di far sopravvivere più di 800 dipendenti".²⁷²

Anche il perimetro produttivo si è ridotto in modo permanente. Gli stabilimenti italiani passano da sei a cinque con la chiusura del sito di Due Carrare, in provincia di Padova, avvenuta nel 2022 e il Gruppo opera oggi in otto siti, cinque in Italia oltre stabilimenti in Cina, Regno Unito e Canada.²⁷³ Il risanamento non ha riportato l'impresa allo stato precedente alla crisi, in quanto la conservazione del valore aziendale è passata attraverso una contrazione irreversibile della capacità produttiva.

In termini di posizionamento competitivo il Gruppo Valvitalia resta fra i primi cinque produttori mondiali del comparto, con prodotti installati in oltre cento Paesi, centoquindici nella rappresentazione più recente, una quota di esportazione intorno all'ottanta per cento e un mercato di riferimento, quello delle valvole di grandi dimensioni per l'*oil & gas*, che nella valutazione del *management* vale circa tre miliardi di euro.²⁷⁴ La raccolta ordini si concentra

²⁶⁹ Per il consolidato 2016, "Panorama", 14 maggio 2017, cit.; per il 2019 e il 2020, GIURA, op. cit.; per il perimetro individuale, Valvitalia S.p.A. - *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, cit., prospetto "Principali voci di bilancio".

²⁷⁰ "Panorama", 14 maggio 2017, cit., che indica 1.312 dipendenti e undici stabilimenti, otto in Italia e tre all'estero; Valvitalia S.p.A., comunicati stampa dell'8 maggio 2024 e del 14 maggio 2026.

²⁷¹ Valvitalia S.p.A. - *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2018*, nota integrativa, tabella sull'evoluzione dell'organico; A. SOLIDORO, *Sintesi delle informazioni rilevanti afferenti le composizioni negoziate di Valvitalia S.p.A. e Valvitalia Finanziaria S.p.A.*, presentazione nell'ambito dell'incontro "La composizione negoziata per la crisi d'impresa. I casi di successo della composizione negoziata", 16 novembre 2023, slide 5, per il dato 2022; Valvitalia S.p.A., *Bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2024 e al 31 dicembre 2025*, Relazioni sulla gestione, tabelle degli indicatori, voce "Personale".

²⁷² A. FORZI, dichiarazione riportata in *Il piano di rilancio per Valvitalia*, in "Gruppo Lombardo Cavalieri del Lavoro", 5 luglio 2024, che riprende un'intervista a "Industria Italiana".

²⁷³ Valvitalia S.p.A. - *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2018*, cit., e *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020*, estratto AIDA del 25 novembre 2021, nota integrativa, voce B) II - 2) Impianti e macchinari, per l'elenco dei sei stabilimenti italiani (Rivanazzano Terme, Brendola, Due Carrare, Castel San Giovanni, Arena Po e Ancona); GIURA, op. cit., per la chiusura del sito di Due Carrare nel 2022; Valvitalia S.p.A., comunicati stampa dell'8 maggio 2024 e del 14 maggio 2026, per la configurazione attuale.

²⁷⁴ Comunicato stampa del 31 marzo 2023, cit., e comunicato del 14 maggio 2026, cit.; Valvitalia S.p.A., sito istituzionale, sezione *Home page*, ultimo accesso: 03/08/2026, per la quota di esportazione; A. FORZI, dichiarazione riportata in *Il piano di rilancio per Valvitalia*, cit., per la dimensione del comparto.

nell'area MENA²⁷⁵, che nel 2024 e nel 2025 ha generato circa un terzo del totale, e negli Stati Uniti, cui era riconducibile quasi un quarto delle commesse della divisione Valves and Systems.²⁷⁶

Un'impresa che realizza l'ottanta per cento del fatturato all'estero, e la cui qualificazione presso i committenti riposa sulla permanenza nelle rispettive *vendor list*, non subisce dall'apertura di una procedura concorsuale pubblica un danno reputazionale generico, ma un danno determinato, che si manifesta nella revoca o nella mancata aggiudicazione di commesse. Su questo assunto poggia la scelta della riservatezza adottata dal Gruppo Valvitalia e non su una preferenza di stile negoziale.

Resta la rilevanza sistemica, che spiega la presenza del capitale pubblico. Valvitalia figura nel portafoglio partecipativo di CDP Equity accanto a Nexi, Autostrade per l'Italia, Ansaldo Energia e Webuild, con una partecipazione di controllo al 75 per cento dopo la manovra del marzo 2023.²⁷⁷ A determinare la portata della questione è la combinazione tra la posizione di rilievo dell'impresa sul mercato energetico internazionale (tra i primi cinque produttori mondiali) e la sua ricaduta socio-economica sul territorio nazionale, espressa da oltre ottocento dipendenti diretti e da una complessa rete di indotto dislocata tra Lombardia, Veneto, Emilia-Romagna e Marche

3.2 L'emersione della crisi: segnali e diagnosi (2022-2023)

L'impresa citata nel paragrafo precedente presentava alla fine del 2022 un patrimonio netto negativo per quasi quaranta milioni di euro con una riduzione intervenuta in un intervallo di soli sei esercizi.

La ricostruzione delle cause segue la rappresentazione che la Società ne ha dato nelle relazioni sulla gestione, secondo cui dopo la crisi pandemica si prospettava la via della ripresa, ma la crisi geopolitica e le sue conseguenze economiche hanno ulteriormente complicato la situazione internazionale e quella italiana.²⁷⁸ È una ricostruzione che colloca l'origine della crisi in fattori esterni all'impresa e in un intervallo temporale ristretto, compreso fra il 2020 e il 2022, e che i paragrafi seguenti esaminano nelle sue componenti:

²⁷⁵ L'acronimo MENA (Middle East and North Africa) designa l'area geografica comprendente i Paesi del Medio Oriente e del Nord Africa.

²⁷⁶ Comunicati stampa del 13 maggio 2025 e del 14 maggio 2026, cit.

²⁷⁷ CDP EQUITY S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2023*, prospetto del portafoglio partecipativo, dove la partecipazione in Valvitalia S.p.A. è qualificata come "Controllo 75,0%".

²⁷⁸ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, incipit.

lo shock pandemico, l'aumento del costo delle materie prime e dell'energia conseguente al conflitto russo-ucraino e la ripresa del ciclo energetico a partire dal 2023.

3.2.1 Il contesto macroeconomico avverso

Lo shock del 2020 colpì Valvitalia in una sequenza precisa e documentata. Nel primo bimestre chiuse lo stabilimento cinese, poi la pandemia raggiunse l'Italia e bloccò per diverse settimane la produzione in tutti i siti.²⁷⁹ La società attivò lo *smart working* per le funzioni compatibili, gli ammortizzatori sociali per una parte dei dipendenti delle sedi italiane.²⁸⁰ I ricavi della sola Valvitalia S.p.A. passarono da 274,6 milioni di euro nel 2019 a 173,1 milioni nel 2020, con una perdita di 46,5 milioni.²⁸¹

Il secondo shock arrivò nel 2022 e ha una fisiologia diversa. Il conflitto russo-ucraino generò un'*escalation* dei prezzi delle *utilities* e dei materiali, e i ricavi consolidati si contrassero fino a circa centotrentacinque milioni di euro con perdite rilevanti.²⁸² Per un'impresa che lavora su commessa questo tipo di shock produce un effetto asimmetrico: il prezzo di una commessa viene fissato all'aggiudicazione; il costo dei materiali si sostiene durante l'esecuzione, che può durare mesi o anche anni. Un aumento improvviso dell'acciaio e dell'energia non riduce il fatturato futuro, ma erode il margine sul portafoglio già acquisito, cioè sugli ordini confermati prima dello shock. Il portafoglio ordini di Valvitalia al 31 dicembre 2022 valeva 186,9 milioni di euro, la società operava in perdita tant'è che il margine operativo lordo del 2022 fu negativo per 34,5 milioni su ricavi di 110,4 milioni.²⁸³

Il quadro migliorò dal 2023, poiché secondo il Fondo Monetario Internazionale l'economia mondiale tornò a crescere rispetto al 2022, su valori vicini a quelli del 2019, nonostante l'instabilità geopolitica e tassi di inflazione ancora sensibilmente superiori al periodo pre-

²⁷⁹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, nota integrativa, "Fatti di rilievo accaduti dopo il termine dell'esercizio".

²⁸⁰ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, cit., nota integrativa, sezione cit., e Relazione sulla gestione, richiamata nella medesima sezione della nota integrativa.

²⁸¹ Valvitalia S.p.A. - *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2021*, estratto AIDA del 1° giugno 2023, prospetto "Principali voci di bilancio" relativo agli esercizi 2019-2021.

²⁸² C. FICCO, *Il Gruppo Valvitalia e il piano di rilancio in cinque punti*, in "AziendaTop", 29 agosto 2023. Il dato consolidato è ricavabile per differenza anche dal comunicato stampa dell'8 maggio 2024, che indica ricavi 2023 pari a 181 milioni di euro in crescita del 36 per cento sul 2022.

²⁸³ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, medesima tabella: margine operativo lordo negativo per 34.452 migliaia di euro nel 2022, calcolato come differenza tra valore e costi della produzione al lordo di ammortamenti e svalutazioni, su ricavi delle vendite e delle prestazioni pari a 110.403 migliaia.

pandemico.²⁸⁴ Il settore energetico, fra i più colpiti dalla crisi del 2021, tornò a registrare tassi di crescita significativi per il recupero della domanda di petrolio e gas, e i prezzi degli idrocarburi si stabilizzarono intorno agli ottanta dollari al barile, in linea con la fine del 2022.²⁸⁵ La ripresa del ciclo, quindi, si manifestò negli stessi mesi in cui si negoziava la manovra e questa coincidenza risulta importante nella valutazione finale dello strumento, in quanto parte del recupero successivo al 2023 è attribuibile al mercato e non alla ristrutturazione.

Una precisazione di perimetro aiuta a leggere correttamente le serie storiche. I dati riferiti alla sola Valvitalia S.p.A. non coincidono con quelli consolidati di Gruppo, poiché la capogruppo non incorpora il contributo delle controllate estere: l'esercizio 2019, che sull'individuale espone ricavi per 274,6 milioni di euro, si chiude sul consolidato con ricavi di circa duecentonovantacinque milioni e un margine operativo lordo positivo per circa venti milioni.²⁸⁶ La flessione registrata prima della pandemia riguarda quindi in misura maggiore la capogruppo che il Gruppo nel suo insieme, che alla vigilia dello shock presentava una redditività operativa positiva.²⁸⁷

Sulle cause della crisi la sintesi trasmessa dall'esperto indipendente a conclusione del procedimento²⁸⁸ evidenzia come i tre shock si siano concatenati in un intervallo ristretto. La redditività del periodo anteriore conferma questa lettura, poiché i bilanci degli esercizi dal 2012 al 2018 evidenziano un margine operativo lordo stabilmente positivo, che nel 2014 raggiunge i settantatré milioni di euro e si colloca mediamente intorno ai cinquanta milioni annui nell'arco del settennio.²⁸⁹ La crisi si manifesta dunque in coincidenza con il concatenarsi degli shock esterni descritti e non come esito di una tendenza di lungo periodo.²⁹⁰

²⁸⁴ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione sul contesto macroeconomico.

²⁸⁵ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione cit.

²⁸⁶ Per i ricavi consolidati dell'esercizio 2019, GIURA, op. cit.; per il margine operativo lordo, Valvitalia S.p.A., *Bilancio dell'esercizio 2019*.

²⁸⁷ Per i ricavi consolidati dell'esercizio 2019, GIURA, op. cit.; per il margine operativo lordo, Valvitalia S.p.A., *Bilancio dell'esercizio 2019*.

²⁸⁸ Sulla figura dell'esperto indipendente, sui requisiti di indipendenza e sulle modalità di nomina si rinvia al § 2.1.2. In sintesi, si tratta di un professionista iscritto nell'elenco tenuto presso le camere di commercio e nominato dall'apposita commissione, al quale l'art. 12 CCII affida il compito di agevolare le trattative fra l'imprenditore, i creditori e gli altri soggetti interessati, senza poteri di gestione e senza funzioni di attestazione.

²⁸⁹ Valvitalia S.p.A., *Bilanci degli esercizi dal 2012 al 2018*. Il valore medio del settennio è di elaborazione propria.

²⁹⁰ A. SOLIDORO, *Sintesi delle informazioni rilevanti afferenti le composizioni negoziate di Valvitalia S.p.A. e Valvitalia Finanziaria S.p.A.*, cit., slide 5.

3.2.2 La genesi della tensione finanziaria

La struttura del debito che la composizione negoziata ha dovuto ristrutturare nasce il 30 giugno 2016, quando un *pool* di banche con capofila UniCredit concesse a Valvitalia un “*finanziamento senior unsecured*” per complessivi centocinquanta milioni di euro.²⁹¹ Il periodo risulta significativo, poiché il debito fu contratto nell’esercizio in cui il fatturato consolidato raggiungeva i quattrocentotrentasei milioni, cioè su una capacità di rimborso stimata a un livello di attività che l’impresa non ha più raggiunto. Negli anni successivi il l’importo dell’indebitamento restò immutato e la capacità di rimborso si dimezzò. È il disallineamento classico fra un indebitamento dimensionato sul picco e flussi dimensionati sul ciclo successivo; nel caso di Valvitalia si sommava a una crescita costruita per acquisizioni, quindi a un attivo carico di immobilizzazioni immateriali (i soli marchi Valvitalia, Tormene, Vitas, Delta e Tecnoforge erano iscritti per 29,3 milioni di euro sulla base della perizia di allocazione dell’*excess cost* della fusione del 2014 e gli avviamenti sorti fino al 2015 erano ammortizzati su vite utili comprese fra dieci e vent’anni).²⁹²

La cronologia della tensione è desumibile dalle relazioni; dopo la modifica dei *covenants* del giugno 2019, il 20 marzo 2020 la società chiese formalmente al *pool* la sospensione per un anno delle obbligazioni previste dal *Term Loan Facility Agreement*; nel giugno 2020 le banche aderirono sospendendo la misurazione dei *covenants* 2020 e il pagamento della quota capitale in scadenza al 30 giugno.²⁹³ Da quel punto la trattativa con il ceto bancario non si interruppe più; una moratoria complessiva fu negoziata fra il dicembre 2020 e il dicembre 2021 e la sua precedente conclusione figura fra le ragioni per cui, un anno dopo, le trattative della composizione negoziata risultarono difficoltose.²⁹⁴ Nello stesso periodo la società ottenne la sospensione fino a settembre 2020 delle rate capitale del finanziamento BPER.²⁹⁵

La sequenza delle perdite evidenzia chiaramente l’erosione del valore creato e va letta insieme alla contrazione del volume d’affari e dell’attivo che l’accompagna.²⁹⁶

²⁹¹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, voce D) - 4) Debiti verso banche.

²⁹² Valvitalia S.p.A., *Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2019*, nota integrativa, voci B) I - 4) Concessioni, licenze, marchi e brevetti e sezione sui criteri di valutazione delle immobilizzazioni immateriali. Il valore dei singoli marchi, determinato con il metodo del reddito residuale, era così ripartito: Valvitalia 8.409, Tormene 5.273, Vitas 7.323, Delta 1.257 e Tecnoforge 7.030 migliaia di euro.

²⁹³ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2019*, nota integrativa, sezioni citate.

²⁹⁴ SOLIDORO, op. cit., slide 7.

²⁹⁵ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2019*, nota integrativa, sezioni citate.

²⁹⁶ Valvitalia S.p.A. - *Bilanci d’esercizio al 31 dicembre 2019, 2021, 2022 e 2023*, estratti AIDA, prospetti “Principali voci di bilancio” e “Principali indicatori di bilancio”. La somma è di elaborazione propria. L’indicatore MOL/Ricavi dei prospetti sintetici è costruito su un aggregato diverso dal margine operativo lordo

Tabella 1 – Valvitalia S.p.A., andamento del fatturato, del risultato d’esercizio e dell’attivo netto negli esercizi 2016-2022 (milioni di euro)

Valvitalia S.p.A. (milioni di euro)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Fatturato	381,3	337,7	262,5	274,6	173,1	165,4	108,6
Margine operativo lordo (% dei ricavi)	5,3	3,4	3,8	4,0	(12,3)	(35,5)	(36,1)
Risultato d’esercizio	9,7	(5,7)	(4,3)	(17,4)	(46,5)	(152,2)	(48,0)
Attivo netto	604,7	529,4	493,2	457,3	405,5	290,8	250,9

Il margine operativo lordo resta positivo per l’intero periodo anteriore alla pandemia, con un’incidenza sui ricavi compresa fra il 3,4 e il 5,3 per cento fino al 2019, e diventa negativo soltanto a partire dall’esercizio 2020: i risultati negativi del triennio 2017-2019 derivano quindi da componenti collocate al di sotto del margine operativo, quali ammortamenti, svalutazioni e oneri finanziari, e non dalla gestione caratteristica. In sei esercizi le perdite cumulate raggiungono 274,1 milioni di euro, concentrate per oltre due terzi negli esercizi 2021 e 2022, a fronte di un capitale sociale di centotrenta milioni, mentre nello stesso arco di tempo il fatturato si riduce di oltre il settanta per cento e l’attivo netto di quasi il sessanta. L’esposizione che ne risultava è quantificata dall’esperto con un dettaglio che i bilanci non offrono. Al 31 dicembre 2022 i debiti complessivi di Valvitalia S.p.A. ammontavano a 265,3 milioni di euro, così composti: 113,9 milioni verso istituti di credito, 78,4 milioni verso fornitori e clienti per anticipi, 30,9 milioni per obbligazioni convertibili, 27,6 milioni per fondi rischi e oneri e 14,5 milioni per altre passività.²⁹⁷ Alla stessa data il patrimonio netto era negativo per 39,8 milioni, la posizione finanziaria netta negativa per 133,8 milioni e il margine operativo lordo negativo per 34,5 milioni.²⁹⁸

esposto nelle relazioni sulla gestione e utilizzato nella Tabella 2, e i due valori non sono pertanto confrontabili. I valori della tabella sono espressi in milioni di euro; l’aggregato “fatturato” dei prospetti sintetici non coincide con i “ricavi delle vendite e delle prestazioni” utilizzati nella tabella del § 3.5.4, che sono tratti dalle relazioni sulla gestione.

²⁹⁷ SOLIDORO, op. cit., slide 6. Le obbligazioni convertibili indicate corrispondono al prestito obbligazionario subordinato convertibile sottoscritto da CDP Patrimonio Rilancio, assistito da opzione *put* su Valvitalia Finanziaria S.p.A. Lo scostamento fra i 27,6 milioni di fondi rischi e oneri indicati dall’esperto e i 32,7 milioni esposti nello stato patrimoniale al 31 dicembre 2022 è verosimilmente riconducibile al diverso perimetro considerato ai fini della manovra.

²⁹⁸ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori: patrimonio netto negativo per 39.767 migliaia di euro e posizione finanziaria netta negativa per 133.828 migliaia al 31 dicembre 2022. Il rapporto tra patrimonio netto e posizione finanziaria netta è indicato in 0,3 negativo alla stessa data. Si segnala che un passaggio narrativo della medesima relazione quantifica la

Il test pratico di perseguibilità del risanamento non è stato svolto²⁹⁹ e la ragione indicata è precisamente il margine operativo lordo negativo.³⁰⁰ La motivazione è aritmetica prima che valutativa, in quanto il test mette al numeratore il debito da ristrutturare e al denominatore i flussi liberi al servizio del debito, ricavati dal margine operativo lordo a regime; con un denominatore negativo il rapporto non è basso, è privo di significato, perché non esiste un numero di anni di flussi capace di rimborsare un debito quando i flussi sono in uscita. La diagnosi si è quindi spostata necessariamente sul piano industriale, cioè sulla verifica che il margine potesse tornare positivo e in quali tempi.

Un'ultima osservazione riguarda il capitale circolante netto. La manovra del marzo 2023 ha dovuto mettere a disposizione linee di *factoring* per diciotto milioni di euro dal *pool* di banche e per quindici milioni da illimity, oltre a linee per firma per centouno milioni dal *pool* e tre milioni da Crédit Agricole.³⁰¹ La composizione di questo pacchetto evidenzia qual era il punto di pressione, ossia non il debito a medio termine, che poteva essere riscadenzato, ma la capacità di emettere garanzie a favore dei committenti e di monetizzare i crediti commerciali. Senza linee firma un produttore di valvole non partecipa alle gare; senza *factoring* non finanzia il ciclo che separa la consegna dall'incasso. La crisi di Valvitalia, prima di essere una crisi di solvibilità, era una crisi di accesso agli strumenti che rendono possibile l'operatività quotidiana.

3.2.3 Gli assetti organizzativi e la rilevazione della crisi (art. 2086 c.c.)

L'art. 2086, comma 2, c.c. impone all'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi, e di attivarsi senza indugio per l'adozione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento. L'art. 3 CCII precisa il contenuto di quel dovere e vi include la verifica della sostenibilità dei debiti e delle prospettive di continuità per almeno i dodici mesi successivi.³⁰²

posizione finanziaria netta del 31 dicembre 2022 in circa 143 milioni di euro: nel testo si adotta il valore della tabella, coerente con il rapporto sopra riportato.

²⁹⁹ Sulla struttura del test pratico di perseguibilità del risanamento e sulla scala dei valori che ne orientano la lettura si rinvia al § 2.1.3.

³⁰⁰ SOLIDORO, op. cit., slides 3 e 12, dove alla voce "Svolgimento test pratico" si legge, per entrambe le procedure, "no perché margine operativo lordo negativo".

³⁰¹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento". Sulla struttura complessiva della manovra si rinvia al § 3.4.

³⁰² Art. 2086, comma 2, c.c., introdotto dall'art. 375 del D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, e art. 3, commi 2, 3 e 4, CCII. I documenti depositati non consentono di verificare la posizione della Società rispetto ai singoli segnali di allarme elencati dall'art. 3, comma 4.

Questa norma è il cardine su cui il legislatore ha spostato il presidio della crisi, dopo l'abbandono degli automatismi.

Il “caso” Valvitalia consente di verificare che cosa quel presidio produca in concreto e la risposta è meno lineare di quanto la formula legislativa lasci pensare.

Il caso consente di verificare che cosa quel dovere produca in concreto quando l'impresa è investita da uno shock esterno di intensità eccezionale. Per un'impresa che lavora su commessa il presidio informativo essenziale è il controllo della redditività di commessa, in quanto rileva la variazione del margine mentre l'ordine è ancora in esecuzione, ossia quando un intervento correttivo è ancora possibile; i bilanci degli esercizi in questione sono stati regolarmente sottoposti a revisione legale dei conti e al controllo del collegio sindacale.³⁰³ I documenti raccolti non consentono di stabilire quale delle due ricostruzioni sia la più aderente, poiché la documentazione interna sui sistemi di controllo non è di dominio pubblico. Ciò che si può osservare in via generale è che per un'impresa che lavora su commessa il controllo della redditività di commessa costituisce il presidio informativo essenziale, in quanto rileva la riduzione del margine mentre l'ordine è ancora in esecuzione, ossia quando un intervento correttivo è ancora possibile.

Il presidio ha funzionato meglio sul fronte della liquidità che su quello della marginalità. In seguito agli avvenimenti eccezionali dei primi mesi del 2020 il *management* ridefinì i piani previsionali di breve e medio periodo e predispose un *forecast* economico e patrimoniale con le previsioni dei flussi di cassa dei dodici mesi successivi, allo scopo di gestire con attenzione le disponibilità liquide, anche attraverso una gestione oculata dei pagamenti; in particolare nel maggio 2020 fu redatta una prima revisione del piano industriale 2020-2024 sulla base degli ordini in portafoglio.³⁰⁴ Questo è il contenuto sostanziale di un assetto adeguato, e cioè non un cruscotto di indici, ma un piano di cassa rolling aggiornato sugli ordini effettivi e usato per decidere l'ordine dei pagamenti.

Lo stesso strumento, due anni più tardi, ha permesso di quantificare il fabbisogno da coprire con la finanza prededucibile.

Sul piano della *governance* la risposta arriva nel 2022 e precede di mesi l'accesso alla procedura.³⁰⁵ Da fine 2022 il *management* avviò la riorganizzazione industriale che nel 2024

³⁰³ Si vedano le relazioni della società di revisione e del collegio sindacale allegate ai bilanci d'esercizio citati.

³⁰⁴ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, nota integrativa, sezione sulla continuità aziendale.

³⁰⁵ L'amministratore delegato Ugo Vinti si dimise il 10 maggio 2022 e fu sostituito per cooptazione da Andrea Forzi, manager di lungo corso nel settore dell'energia, nominato per guidare il risanamento. Il consiglio di amministrazione del 13 marzo 2020 si era del resto già avvalso del termine più lungo di centottanta giorni per

avrebbe prodotto i primi risparmi da efficientamento dei costi di acquisto e operativi legati alla riorganizzazione per divisioni e ad alcuni centri di produzione.³⁰⁶ Il piano industriale 2022-2029, che costituisce la base della manovra finanziaria collegata al procedimento di composizione negoziata, fu approvato dall'organo amministrativo il 14 febbraio 2023, nella sua versione definitiva, ma muoveva da un documento già esistente all'accesso.³⁰⁷ La successione è quella che il Codice presuppone, ossia prima il cambio di gestione, poi il piano, poi lo strumento.

Merita infine attenzione ciò che è accaduto agli assetti dopo l'accordo, perché rovescia il rapporto abituale fra causa ed effetto. L'Accordo di Risanamento con cui le trattative si sono chiuse, ai sensi dell'art. 23, comma 1, lett. c), CCII, ha imposto la nomina di un Responsabile del Monitoraggio, incarico formalmente conferito il 19 aprile 2023 al dott. Paolo Rinaldi, lo stesso professionista che durante la procedura aveva svolto il ruolo di Chief Restructuring Officer.³⁰⁸ Il Responsabile del Monitoraggio siede nel consiglio di amministrazione in conformità ai patti parasociali e all'accordo, è anche responsabile della procedura sulle parti correlate ed emette report informativi periodici; accanto a lui un *advisor* industriale emette report per il monitoraggio delle commesse e il collegio sindacale vigila sul rispetto degli obblighi informativi previsti dall'accordo del 30 marzo 2023.³⁰⁹ L'accordo ha quindi introdotto per via contrattuale un assetto di monitoraggio più stringente di quello preesistente, incentrato in particolare sul controllo della redditività di commessa. È un esito ricorrente nelle ristrutturazioni, in cui i finanziatori subordinano l'apporto di risorse al rafforzamento dei presidi informativi, e mostra come il contenuto dell'art. 2086 c.c. si precisi anche attraverso le condizioni poste dal mercato del credito.

convocare l'assemblea di approvazione del bilancio 2019, motivandolo anche con la richiesta di moratoria alle banche. La delibera si fonda sull'art. 2364, comma 2, c.c. Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Consiglio di Amministrazione", e *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, cit., nota integrativa, "Fatti di rilievo accaduti dopo il termine dell'esercizio".

³⁰⁶ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, Relazione sulla gestione, sezione "Valutazioni circa la continuità aziendale".

³⁰⁷ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, incipit; SOLIDORO, op. cit., slide 9, che include fra gli elementi del successo l'"ingresso nella CNC con un piano industriale definito, idoneo ad essere base di discussione per la negoziazione della manovra finanziaria".

³⁰⁸ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Consiglio di Amministrazione". Sul ruolo di CRO svolto dal dott. Paolo Rinaldi durante la procedura, *Tutti gli advisor del piano di rilancio del gruppo Valvitalia*, in "Financecommunity", 31 marzo 2023.

³⁰⁹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, Relazione del Collegio Sindacale all'assemblea degli azionisti, dove si dà conto della vigilanza sul rispetto delle informative richieste nell'ambito dell'accordo sottoscritto il 30 marzo 2023 ai sensi dell'art. 23 CCII e sugli scostamenti rispetto alle previsioni del Piano Industriale 2022-2029. Sul ruolo proattivo del collegio sindacale, SOLIDORO, op. cit., slide 10.

3.2.4 Crisi e non insolvenza: la qualificazione dell'accesso e il superamento del ritardo

Resta da valutare la tesi secondo cui Valvitalia avrebbe agito prima di raggiungere la soglia dell'insolvenza conclamata. La tesi è fondata su un punto e va corretta su un altro.

È fondata sulla qualificazione giuridica della situazione poiché secondo la distinzione dell'art. 2, comma 1, lett. a) e b), CCII,³¹⁰ la crisi è lo stato che rende probabile l'insolvenza e si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi prospettici a fronteggiare le obbligazioni nei dodici mesi successivi, mentre l'insolvenza è l'incapacità attuale di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

Valvitalia, alla data dell'accesso, si trovava nella prima condizione e non nella seconda: continuava a pagare fornitori e dipendenti, otteneva dalle banche moratorie e *waiver* anziché subire revoche, disponeva di cassa, sottoscriveva nuovi ordini per 129,8 milioni di euro nell'esercizio 2022 e chiudeva l'anno con un portafoglio di 186,9 milioni.³¹¹ La scelta di accedere alla composizione negoziata invece di attendere è quindi una scelta compiuta in stato di crisi reversibile ed è esattamente il comportamento che l'art. 12 CCII intende premiare.

Va corretta, invece, l'idea che si sia trattato di una diagnosi tempestiva. L'istanza di accesso alla composizione negoziata è del 4 novembre 2022, a quella data la società aveva alle spalle sei esercizi consecutivi in perdita per complessivi 274,1 milioni di euro, in larga prevalenza maturati nell'ultimo biennio, un patrimonio netto già negativo, un margine operativo lordo negativo da tre esercizi e una storia di rinegoziazioni dei parametri finanziari iniziata nel giugno 2019 e proseguita con una moratoria negoziata fra il dicembre 2020 e il dicembre 2021.³¹² Nessuno di questi elementi è compatibile con l'emersione precoce che il Codice presuppone, in quanto sono i segni di una crisi matura, affrontata quando le alternative si erano ridotte alla ristrutturazione con nuova finanza o alla liquidazione, che con un patrimonio netto negativo non avrebbe consentito il soddisfacimento integrale dei creditori se non attraverso transazioni a saldo e stralcio idonee a colmare l'incapienza.

³¹⁰ Sulla distinzione fra crisi e insolvenza si rinvia al § 1.1.3.

³¹¹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori: ordini assunti pari a 129.778 migliaia di euro nel 2022.

³¹² SOLIDORO, op. cit., slide 3, che indica come data di inizio della procedura di Valvitalia S.p.A. il 4 novembre 2022. Il comunicato stampa del 31 marzo 2023 colloca l'attivazione alla fine del 2022 e la Relazione sulla gestione al 31 dicembre 2023 nel corso dello stesso anno.

Il meccanismo che ha reso sostenibile il ritardo è identificabile con precisione. Durante la procedura la società ha beneficiato della sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione previsti dagli artt. 2446 e 2447 c.c., sospensione che l'art. 20 CCII riconosce all'imprenditore su sua dichiarazione. Il consiglio di amministrazione del 29 marzo 2023 ha rinunciato a quella esenzione e ha proposto all'assemblea del giorno seguente, in concomitanza con la firma dell'accordo, di deliberare la riduzione del capitale sociale per perdite da centotrenta a dieci milioni di euro. La rinuncia era necessaria perché la società si trovava oltre il limite dell'art. 2446 c.c. e perché l'accordo conteneva la dichiarazione contraria.³¹³ In altri termini, la sospensione degli obblighi societari ha consentito di negoziare per mesi con un patrimonio netto negativo senza incorrere nelle conseguenze civilistiche della perdita del capitale e la ricapitalizzazione è stata eseguita nel momento in cui la manovra era certa. La norma ha funzionato come sospensione del tempo giuridico durante la trattativa.

La conferma più significativa di questa lettura è un'assenza: fra gli undici elementi che l'esperto indica come determinanti della conclusione favorevole della procedura, la tempestività dell'accesso non figura, e non figurano né l'emersione precoce della crisi né l'adeguatezza degli assetti organizzativi. Chi ha condotto il procedimento attribuisce il risultato alla risanabilità industriale, alla concentrazione del debito, alla disponibilità del socio e al rinnovamento del management.³¹⁴

Il ritardo va quindi qualificato per quello che è, ossia una criticità di partenza e non un vizio insanabile. Il Codice non subordina l'accesso alla composizione negoziata a un requisito di tempestività, ma alla ragionevole perseguibilità del risanamento, e mette a disposizione dell'imprenditore un insieme di strumenti concepiti proprio per governare situazioni già deteriorate. Nel caso Valvitalia quella criticità è stata superata combinando in modo coerente i supporti che la norma offre: la sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione dell'art. 20 CCII, che ha consentito di negoziare per mesi senza incorrere nelle conseguenze civilistiche della perdita del capitale; l'autorizzazione ai finanziamenti prededucibili dell'art. 22 CCII, che ha impedito l'interruzione dell'attività durante la trattativa; e la conclusione ai sensi dell'art. 23, comma 1, lettera c), CCII, che ha reso stabili gli atti compiuti. Ciò che il

³¹³ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento". La relazione riferisce la rinuncia all'esenzione dagli obblighi di ricapitalizzazione senza indicarne la base normativa; l'esenzione operante durante la composizione negoziata su dichiarazione dell'imprenditore è quella dell'art. 20 CCII, esaminata nel § 2.2.4. La situazione patrimoniale provvisoria al 31 marzo 2023 predisposta dal *management* mostrava, dopo gli stralci e la riduzione del capitale, un patrimonio netto di circa sessanta milioni di euro.

³¹⁴ SOLIDORO, op. cit., slides 9 e 10.

procedimento premia non è quindi il momento in cui l'imprenditore si muove, ma la correttezza delle scelte che compie una volta mosso.

Resta l'interrogativo che l'analisi economica pone e che i bilanci consentono di verificare: la manovra ha ridotto il debito di Valvitalia, ma ha reso l'impresa più redditizia? I dati esaminati più avanti evidenzieranno che la risposta ha richiesto tre esercizi.

3.3 Strategia di gestione e accesso alla CNC

Alla fine del 2022 il Gruppo Valvitalia disponeva di almeno quattro soluzioni alternative per la gestione delle crisi:

- i. un piano attestato di risanamento ex art. 56 CCII,
- ii. un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 57 CCII,
- iii. un concordato preventivo in continuità ex art. 84 CCII
- iv. la composizione negoziata ex art. 12 CCII.

La scelta fu la *iv*, e lo ha fatto due volte, perché alla procedura della società operativa, avviata il 4 novembre 2022, si è affiancata quella della holding Valvitalia Finanziaria S.p.A., avviata il 30 dicembre. Ricostruire le ragioni della scelta serve a due scopi: capire quali caratteristiche dello strumento hanno avuto peso decisivo in una crisi corporate di grandi dimensioni, e distinguere le ragioni che la società ha dichiarato da quelle che i documenti permettono di verificare.

3.3.1 Valutazione delle alternative di ristrutturazione

Il primo criterio di scelta è la pubblicità, in quanto l'accordo di ristrutturazione dei debiti richiede il deposito di una domanda di omologazione, l'attestazione di un professionista indipendente sulla veridicità dei dati e sulla fattibilità del piano, un termine per le opposizioni dei creditori e un decreto del tribunale; e la domanda di accesso è iscritta nel registro delle imprese.³¹⁵ Dal giorno della pubblicazione la crisi dell'impresa è un fatto notorio, consultabile da qualunque committente, fornitore, concorrente o assicuratore del credito. Il concordato preventivo produce lo stesso effetto in forma più intensa, poiché aggiunge la nomina di un commissario giudiziale, il regime autorizzativo sugli atti di straordinaria amministrazione e il voto dei creditori. La composizione negoziata, al contrario, non prevede

³¹⁵ Artt. 40, comma 2, 48 e 57 CCII. La pubblicazione della domanda di accesso nel registro delle imprese e l'apertura del termine per le opposizioni rendono pubblico lo stato di crisi indipendentemente dall'esito del giudizio di omologazione.

alcuna iscrizione nel registro delle imprese, salvo la richiesta di misure protettive, e si svolge nella sola cerchia delle parti convocate al tavolo. La società non ha richiesto misure protettive in nessuna delle due procedure pertanto la riservatezza è quindi rimasta integra per tutta la loro durata.³¹⁶

Il secondo criterio è la soglia di consenso. L'art. 57 CCII richiede l'adesione di creditori che rappresentino almeno il sessanta per cento dei crediti, qualora l'estensione dell'efficacia ai dissenzienti di una classe richiede il settantacinque per cento di quella classe.³¹⁷ Su questo aspetto l'alternativa sarebbe stata praticabile, perché il debito di Valvitalia era concentrato in poche *player*: tre banche del *pool*, CDP Patrimonio Rilancio come sottoscrittore del prestito obbligazionario subordinato convertibile, CDPE Investimenti come socio indiretto e titolare del prestito obbligazionario convertibile, per un totale di nove creditori della società operativa e quattro creditori significativi a quello della holding. Con una struttura creditoria di questo tipo il sessanta per cento era un obiettivo raggiungibile.

Il terzo criterio è rappresentato tempo; in questo caso la differenza è sostanziale. L'accordo ex art. 57 produce effetti solo dall'omologazione, che arriva dopo il deposito, la pubblicazione, le opposizioni e il decreto. Nell'intervallo l'impresa deve reggersi con le risorse proprie, perché la finanza interinale prededucibile presuppone l'accesso a uno strumento e l'autorizzazione giudiziale. La composizione negoziata inverte la sequenza, in quanto consente al tribunale di autorizzare finanziamenti prededucibili, mentre le trattative sono in corso, sulla base del parere dell'esperto e senza attendere il consenso dei creditori.³¹⁸

La società ha usato questa possibilità con precisione cronologica, dal momento che l'istanza di autorizzazione è stata presentata il 20 dicembre 2022; all'esperto sono stati concessi dieci giorni per il parere, resi fra il 23 dicembre e il 2 gennaio; il provvedimento autorizzativo del Tribunale di Milano è del 5 gennaio 2023 e ha riguardato linee di firma fino a 18,7 milioni di euro e linee di *factoring* fino a 16,4 milioni, per un totale di trentacinque milioni di finanziamenti prededucibili autorizzati. Su questo *plafond* la società ha attivato, con memoria informativa del 23 gennaio 2023, linee di firma per 11,8 milioni, e con seconda informativa del 2 febbraio 2023 contratti di *factoring* per quindici milioni, sottoscritti nello

³¹⁶ Artt. 12 e ss. CCII; sulla pubblicazione nel registro delle imprese dell'istanza di applicazione delle misure protettive, art. 18, comma 1, CCII, esaminato nel § 2.2.1. Sull'assenza di richiesta di misure protettive in entrambe le procedure, SOLIDORO, op. cit., slides 3 e 12.

³¹⁷ Artt. 57, comma 1, e 61, comma 2, lett. c), CCII. Sull'accordo agevolato con soglia ridotta, art. 60 CCII. Sul numero dei creditori coinvolti, SOLIDORO, op. cit., slides 7 e 13.

³¹⁸ Art. 22, comma 1, lett. a), CCII, e art. 6 CCII sulla prededucibilità, esaminati nei §§ 2.3.2 e 2.3.3.

stesso mese.³¹⁹ L'accordo definitivo è stato firmato il 30 marzo del medesimo anno; per quasi tre mesi, quindi, l'impresa ha operato grazie a strumenti finanziari che nessuna delle alternative disponibili avrebbe potuto attivare in quel momento.

Il quarto criterio riguarda l'esito. L'art. 23, comma 1, CCII offre tre soluzioni alternative, e Valvitalia ha imboccato la terza in entrambe le procedure, ossia la conclusione delle trattative attraverso un accordo sottoscritto dall'imprenditore, dai creditori e dall'esperto, ai sensi della lettera c).³²⁰ La scelta non è formale, in quanto l'accordo sottoscritto anche dall'esperto produce gli effetti dell'esenzione dall'azione revocatoria e la protezione penale,³²¹ e li produce senza passare per un giudizio di omologazione. Per i finanziatori che immettevano settanta milioni di euro e per le banche che rinunciavano a settantasette milioni di crediti, la stabilità degli atti compiuti era una condizione dell'operazione, non un accessorio. Il collegio sindacale ha qualificato infatti l'accordo del 30 marzo 2023 come atto predisposto ai sensi dell'art. 23 CCII nell'ambito del procedimento di composizione negoziata di cui agli artt. 12 e seguenti.³²²

Esiste infine un criterio che agisce sui creditori più che sul debitore: se le trattative fossero fallite, l'imprenditore avrebbe potuto proporre il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio, che non prevede voto dei creditori. Per le banche del *pool* l'alternativa all'accordo non era quindi il mantenimento delle proprie ragioni, ma una liquidazione senza possibilità di esprimere il proprio parere. Questa asimmetria fa parte della struttura degli incentivi che la composizione negoziata costruisce, e nel caso in esame il consenso è stato raggiunto su tutti i fronti.

3.3.2 La tutela del *going concern* in un mercato globale

L'affermazione che la riservatezza fosse vitale per Valvitalia va dimostrata, non assunta. La dimostrazione passa da tre meccanismi contrattuali propri del settore.

³¹⁹ SOLIDORO, op. cit., slides 3 e 4, per le date dell'istanza, del parere e del provvedimento e per gli importi autorizzati (linee di firma fino a 18,7 milioni di euro, linee di *factoring* fino a 16,4 milioni, totale trentacinque milioni); Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Procedura Composizione Negoziata per la crisi d'impresa", per gli importi effettivamente attivati e per il richiamo all'art. 6 CCII quale fondamento della prededucibilità.

³²⁰ SOLIDORO, op. cit., slides 4 e 12; Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione cit.

³²¹ Sull'esenzione dall'azione revocatoria e sulle esimenti penali connesse agli atti compiuti in esecuzione dell'accordo si rinvia al § 1.3.4.

³²² Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, Relazione del Collegio Sindacale all'assemblea degli azionisti.

Il primo sono le *vendor list*. La qualificazione presso i grandi committenti dell'energia richiede processi di omologazione lunghi e onerosi; è la ragione per cui Valvitalia ha costruito la propria crescita comprando marchi già qualificati anziché costruirsi una reputazione da zero. Una *vendor list*, però, non è un titolo acquisito una volta per sempre, in quanto la permanenza è condizionata al mantenimento di requisiti che includono la solidità finanziaria del fornitore. L'iscrizione di una domanda di concordato nel registro delle imprese attiva quelle clausole. Il valore che l'impresa avrebbe perso non è misurabile con precisione, ma il suo ordine di grandezza è desumibile dal portafoglio ordini: 186,9 milioni di euro di ordini in essere al 31 dicembre 2022 sulla Valvitalia S.p.A. e oltre duecentoquaranta milioni sul perimetro di Gruppo alla data della firma.³²³

Il secondo meccanismo sono le garanzie bancarie. Nel settore delle grandi commesse il committente è solito chiedere *performance bond* e garanzie sugli anticipi; senza linee per firma il fornitore non partecipa alla gara e non incassa gli acconti. La manovra del marzo 2023 ha dovuto mettere a disposizione centouno milioni di euro di linee per firma dal *pool* di banche e altri tre milioni da Crédit Agricole, con durata annuale e rinnovo da negoziare.³²⁴

Il dato spiega perché la pubblicità della crisi avrebbe avuto un effetto immediato e non graduale. Nessun istituto rilascia garanzie a favore di un'impresa che ha avviato una procedura di concordato preventivo e senza garanzie l'attività si arresta anche in presenza di ordini e di capacità produttiva. La continuità aziendale, in questo settore, dipende dall'accesso al credito di firma in misura preminente rispetto alle disponibilità liquide.

Il terzo meccanismo è la distribuzione geografica. Nel 2023 il Gruppo Valvitalia raggiungeva centotredici Paesi, con stabili organizzazioni in Algeria e Slovacchia e società operative in Cina, Regno Unito, Canada, Stati Uniti, Algeria, Russia e Kazakhstan.³²⁵ Una quota rilevante della raccolta ordini proveniva da committenti dell'area MENA e dagli Stati Uniti, mercati nei quali gli effetti di una procedura concorsuale italiana su contratti retti da leggi straniere sono di ricostruzione incerta e comunque lenta. Che la dimensione

³²³ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori; Valvitalia S.p.A., comunicato stampa del 31 marzo 2023, dichiarazione dell'amministratore delegato, che riferisce un portafoglio ordini di Gruppo superiore a duecentoquaranta milioni di euro.

³²⁴ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento". Le linee per firma del *pool* hanno durata annuale con possibilità di rinnovo; quelle di Crédit Agricole hanno natura non rotativa e scadenza non rinnovabile.

³²⁵ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Andamento della gestione e commento ai risultati 2023"; Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, prospetto dei rapporti con imprese controllate e collegate, da cui risultano Valvitalia (Suzhou) Valves Co. Ltd., Broady Flow Control Ltd, Valvitalia USA Inc., Valvitalia Canada Ltd., OOO Eusebi Impianti Russia, TOO JV Eusebi Impianti Kazakhstan, Valvitalia Algerie EURL ed Elco Valvitalia TGT GV.

internazionale non fosse un dettaglio lo evidenzia la struttura stessa dell'accordo, poiché fra le condizioni sospensive figurava l'ottenimento del nulla osta dell'autorità antitrust dell'Arabia Saudita, risolta soltanto il 4 agosto 2023, oltre quattro mesi dopo la firma.³²⁶ Un'operazione di risanamento che deve passare per un'autorità di concorrenza estera è un'operazione che i committenti di quel Paese osservano.

A ciò si aggiunge l'elemento della clientela. Fra le parti correlate del Gruppo CDP con cui Valvitalia intrattiene rapporti commerciali figurano Eni e le sue controllate, Saipem, Snam Rete Gas, Italgas Reti, Stogit, Enel, Fincantieri, Trenitalia e Ansaldo Energia, per ricavi pari a 46,3 milioni di euro nel 2019 e a 69,4 milioni nel 2024.³²⁷ Si tratta di committenti che assegnano commesse mediante procedure formalizzate e che verificano i requisiti di ordine generale dei fornitori. La riservatezza serviva anche, e forse soprattutto, a non compromettere la posizione dell'impresa nei confronti di questa parte della domanda.

3.3.3 Il vantaggio competitivo della riservatezza

La composizione negoziata è riservata verso il mercato e trasparente verso i soggetti che partecipano alle trattative. L'imprenditore deve mettere a disposizione dell'esperto e dei creditori un'informazione completa e aggiornata, mentre le parti sono tenute a comportarsi secondo buona fede; inoltre l'esperto è vincolato a un dovere di riservatezza sulle informazioni ricevute.³²⁸ La combinazione produce un regime di disclosure selettiva, in cui i soggetti chiamati a decidere dispongono di tutte le informazioni mentre gli altri soggetti non dispongono di informazioni. È una soluzione nuova per il diritto concorsuale tradizionale, perché costruita sull'idea che la protezione dei creditori richieda la pubblicità dello stato di crisi.

Questo regime ha però un elemento di criticità, che va enunciato per non trasformare l'analisi in un elogio ovvero l'accordo raggiunto in composizione negoziata vincola soltanto chi lo sottoscrive. I creditori non convocati "al tavolo delle trattative" conservano integre le proprie ragioni e devono essere pagati alle scadenze originarie. Ne segue che la riservatezza è praticabile solo quando la crisi può essere risolta ristrutturando il debito finanziario senza impattare su quello commerciale. Nel caso Valvitalia questa condizione era soddisfatta, in

³²⁶ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento".

³²⁷ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, nota integrativa, e *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, prospetti dei rapporti con parti correlate del Gruppo CDP.

³²⁸ Artt. 4, comma 1, 16, comma 6, e 17, comma 5, CCII, esaminati nel § 1.3 e nel § 2.2.4.

quanto la manovra ha coinvolto le tre banche del *pool*, CDP Patrimonio Rilancio, CDPE Investimenti, i soci di Valvitalia Finanziaria e il factor illimity Bank S.p.A., l'adesione è stata prestata dal ceto bancario, e nella procedura della holding gli altri creditori residuali sono stati pagati integralmente.³²⁹ Fra le condizioni sospensive dell'accordo figurava, al contrario, l'assenza di decanalizzazioni o insoluti sulle linee di *factoring*, cioè la dimostrazione che i flussi commerciali erano regolari.³³⁰ L'impresa poteva permettersi di restare invisibile perché il suo problema era il debito bancario e non il rapporto con la catena di fornitura.

Il controfattuale chiarisce la portata del ragionamento, poiché qualora il risanamento avesse richiesto un sacrificio dei creditori commerciali, il consenso unanime sarebbe stato irraggiungibile, sarebbe stato necessario uno strumento con effetti sui dissenzienti e la pubblicità sarebbe diventata inevitabile. La scelta della composizione negoziata non era libera, ma era resa possibile da una particolare configurazione del passivo.

Sull'efficacia protettiva sul piano reputazionale, infine, il giudizio deve essere articolato. Il 31 marzo 2023 la società ha comunicato al mercato l'approvazione del piano di rilancio e in quella stessa nota ha rivelato per la prima volta di avere fatto ricorso a una procedura di composizione negoziata attivata alla fine del 2022.³³¹ Dal punto di vista della comunicazione finanziaria il risultato è significativo, in quanto il pubblico ha appreso dell'esistenza della crisi e della sua soluzione nello stesso momento. La riservatezza, però, non è stata perfetta. Il 14 febbraio 2023, sei settimane prima della firma, la stampa specializzata dava conto del piano di ristrutturazione riprendendo "Il Sole 24 Ore", indicava l'immissione di liquidità da parte di CDP Equity e la conversione parziale del debito da parte di Intesa Sanpaolo, UniCredit e Banco BPM, riferiva di un aumento di capitale ipotizzato fra settanta e ottanta milioni di euro oltre la nomina degli *advisor*.³³² La distinzione tra l'emersione di un piano di ristrutturazione e la mancata indicazione di una procedura di regolazione della crisi ha un valore pratico, perché ai fini delle clausole contrattuali e delle *vendor list* rileva l'esistenza

³²⁹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento", che elenca le parti coinvolte: società del Gruppo Valvitalia, soci di Valvitalia Finanziaria S.p.A., CDP S.p.A. Patrimonio Rilancio, *pool* di banche ed esperto della composizione negoziata; SOLIDORO, op. cit., slides 8 e 14.

³³⁰ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento", elenco delle condizioni sospensive.

³³¹ Valvitalia S.p.A., comunicato stampa *Approvato il piano di rilancio del Gruppo Valvitalia*, 31 marzo 2023.

³³² G.M. GIURA, *Valvitalia vede la luce, nuova finanza in arrivo dall'azionista Cdp e riassetto del debito con le banche*, in "BeBeez", 14 febbraio 2023, che riprende quanto riportato da "Il Sole 24 Ore". L'articolo riferisce anche dell'interesse di una cordata di investitori guidata dal gruppo bancario Finint e della chiusura del sito di Due Carrare nel 2022.

di una procedura formalizzata e iscritta nei pubblici registri (Registro delle Imprese presso le Camere di Commercio), non la circolazione di notizie su una ristrutturazione in corso.

In altri termini, lo “scudo informativo” ha protetto gli aspetti di riservatezza.

3.3.4 La fase preparatoria

L’accesso alla composizione negoziata è un atto tecnicamente semplice e sostanzialmente impegnativo. L’istanza si presenta attraverso la piattaforma telematica nazionale gestita dalle Camere di Commercio e la nomina dell’esperto compete alla Commissione istituita presso la Camere di Commercio del luogo in cui l’impresa ha sede legale.³³³ Rispetto a Valvitalia questo elemento ha determinato la geografia dell’intera procedura, in quanto la sede legale in Milano ha comportato la designazione dell’esperto da parte della Camera di Commercio di Milano, nella persona del dott. Alessandro Solidoro oltre la competenza del Tribunale di Milano per le autorizzazioni successive.³³⁴

La preparazione del procedimento si era svolta nei mesi precedenti e su tre livelli. Il primo è quello della gestione. La sostituzione dell’amministratore delegato nel maggio 2022 e l’avvio della riorganizzazione industriale dalla fine dello stesso anno hanno assicurato che alle trattative partecipasse un vertice aziendale dedicato al risanamento. È una condizione che i creditori valutano e il radicale rinnovamento del top *management* con dirigenti di comprovata capacità figura fra gli elementi che l’esperto indica come determinanti dell’esito favorevole.³³⁵

Il secondo livello è quello del piano industriale. Fra gli elementi del successo l’esperto colloca l’ingresso nella composizione negoziata con un piano industriale definito, idoneo a costituire la base di discussione per la negoziazione della manovra finanziaria. Il documento esisteva quindi già al momento dell’accesso ed è coerente con la sua approvazione consiliare nel corso del 2022, cui erano seguite le prime trattative con i soci e con gli enti finanziatori. Il Piano Industriale 2022-2029 approvato dal consiglio il 14 febbraio 2023 è la versione definitiva del documento, aggiornato durante la procedura e recepito nell’accordo.³³⁶ La

³³³ Artt. 13, commi 3 e 5, e 17, comma 1, CCII, esaminati nei §§ 2.1.1 e 2.1.2.

³³⁴ Valvitalia S.p.A., comunicato stampa del 31 marzo 2023, dichiarazione dell’amministratore delegato, che indica nel dott. Alessandro Solidoro l’esperto esterno indipendente nominato dalla Camera di commercio di Milano; *Valvitalia S.p.A. - Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2023*, estratto AIDA del 18 dicembre 2024, per la sede legale in Milano, via del Lauro 7.

³³⁵ SOLIDORO, op. cit., slide 9. Sul profilo professionale di Andrea Forzi, *Il piano di rilancio per Valvitalia*, in “Gruppo Lombardo Cavalieri del Lavoro”, 5 luglio 2024.

³³⁶ SOLIDORO, op. cit., slide 9; C. FICCO, op. cit.; Valvitalia S.p.A., *Bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, incipit.

sequenza smentisce due rappresentazioni opposte e altrettanto imprecise: quella secondo cui la composizione negoziata si apra necessariamente con un piano già compiuto e quella secondo cui il piano sia il puro prodotto del negoziato. Il piano è entrato nella procedura come base di discussione e ne è uscito modificato, che è esattamente ciò che l'art. 12 CCII presuppone quando richiede la ragionevole perseguibilità del risanamento anziché un piano definitivo.

Il terzo livello è quello della struttura professionale. La società si è presentata al tavolo con Lazard come *advisor* finanziario, lo Studio Gianni Origoni come *advisor* legale, AlixPartners come *advisor* industriale e il dott. Paolo Rinaldi nel ruolo di *Chief Restructuring Officer*.³³⁷ La scelta più significativa è la quarta, poiché l'inserimento di un *CRO* risponde a un problema che l'istituto pone in termini generali. La composizione negoziata lascia l'impresa nella disponibilità gestoria dell'imprenditore secondo il modello del *debtor in possession* dell'art. 21 CCII e questo normalmente genera nei creditori il sospetto che l'organo gestorio che ha condotto l'impresa alla crisi non sia il soggetto adatto a governarne l'uscita. Il *CRO* è la risposta di mercato a quel sospetto, ossia una figura tecnica, esterna, dedicata alla gestione della crisi, che affianca la gestione ordinaria senza sostituirla. Che lo stesso professionista sia stato poi nominato Responsabile del Monitoraggio previsto dall'accordo, con incarico conferito il 19 aprile 2023, mostra la continuità fra la funzione svolta durante la trattativa e il presidio richiesto dopo.³³⁸ La qualità dell'assistenza prestata dal *CRO* e dai tre *advisor* è del resto uno degli elementi che l'esperto indica fra le ragioni del successo.

Il primo piano di tesoreria, invece non è ricavabile dai documenti, e la circostanza è coerente con la natura riservata della procedura, poiché come il contenuto della *check-list*, resta materiale interno alle trattative. Si può però osservare che la metodologia era già in uso, perché il *forecast* dei flussi di cassa a dodici mesi predisposto nel 2020 è lo strumento con cui si quantifica un fabbisogno di finanza interinale con la precisione che un'istanza di autorizzazione ex art. 22 richiede.³³⁹

³³⁷ Valvitalia S.p.A., comunicato stampa del 31 marzo 2023; *Tutti gli advisor del piano di rilancio del gruppo Valvitalia*, in "Financecommunity", 31 marzo 2023, che dettaglia la composizione dei team di Lazard, AlixPartners e Vitale. Sulla qualità dell'assistenza professionale fra gli elementi del successo, SOLIDORO, op. cit., slide 10.

³³⁸ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Consiglio di Amministrazione".

³³⁹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, nota integrativa, sezione sulla continuità aziendale; per gli importi autorizzati, SOLIDORO, op. cit., slide 3.

Rimane da esaminare ciò che è accaduto durante le trattative. L'accordo è stato sottoscritto il 30 marzo 2023, cinque settimane prima della scadenza del termine e senza che fosse chiesta alcuna proroga.³⁴⁰ Un risultato di questo tipo, in una crisi con patrimonio netto negativo e 133,8 milioni di indebitamento finanziario netto, non si spiega con la sola architettura normativa.

3.4 Il percorso negoziale e l'intervento degli investitori

La manovra che ha chiuso le due procedure è composta da sette interventi distinti, sottoscritti da sei controparti, con effetti su due società del Gruppo e una condizione sospensiva risolta soltanto quattro mesi dopo la firma. Descriverla come ingresso di nuova finanza ne restituisce una parte minima ciò che rende il caso istruttivo è il modo in cui gli interventi si tengono insieme, in quanto ciascuno di essi, preso singolarmente, sarebbe stato irrazionale per chi lo ha accettato.

3.4.1 La mappatura degli *stakeholder* e il ruolo dell'esperto

Il tavolo delle trattative era composto dalle società del Gruppo Valvitalia, dai soci di Valvitalia Finanziaria S.p.A., da CDP S.p.A. per conto del Patrimonio Rilancio, dal *pool* di banche e dall'esperto della composizione negoziata.³⁴¹ I creditori coinvolti nelle trattative della società operativa erano nove, quelli significativi della holding quattro.³⁴² I soci erano due: CDPE Investimenti, del Gruppo CDP, titolare del cinquanta per cento e Finvalv S.r.l., riferibile alla famiglia Ruggeri, titolare della quota restante. Le banche del *pool* erano tre, con UniCredit capofila oltre Intesa Sanpaolo e Banco BPM a completare il sindacato.³⁴³ Accanto a loro operavano due controparti finanziarie ulteriori, illimity come factor e Crédit Agricole come emittente di linee per firma, e una controparte pubblica non finanziaria, l'Agenzia delle Entrate.

La composizione dei creditori chiamati alle trattative spiega perché le procedure si siano potute chiudere nei termini ordinari. Non c'era una massa di creditori da coordinare; c'erano

³⁴⁰ SOLIDORO, op. cit., slides 3 e 12. Sulla durata dell'incarico dell'esperto e sulla sua proroga, art. 17, comma 8, CCII.

³⁴¹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento", che identifica le parti dell'accordo.

³⁴² SOLIDORO, op. cit., slides 7 e 13.

³⁴³ G.M. GIURA, op. cit., per l'identificazione delle tre banche; Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, voce D) - 4) Debiti verso banche, per il ruolo di capofila di UniCredit.

nove soggetti finanziari, di cui due appartenenti al medesimo gruppo pubblico oltre un socio industriale. Le difficoltà di questo negoziato non erano di numero, ma di natura, perché richiedevano che soggetti con funzioni istituzionali diverse accettassero sacrifici diversi nello stesso atto. L'esperto le ha elencate con precisione e l'elenco è la migliore descrizione disponibile dei nodi economici di una ristrutturazione italiana: la precedente conclusione di una moratoria con il ceto bancario negoziata fra il dicembre 2020 e il dicembre 2021, la percentuale di stralcio richiesta al sistema bancario, la definizione della remunerazione a scadenza del debito bancario residuo, la concessione da parte delle banche di nuovi utilizzi nei limiti dell'accordato sulle linee di *factoring* e di firma, la seniority e il rendimento da attribuire al finanziamento del socio indiretto e la definizione di una *waterfall* che regolasse, alla possibile exit dell'investimento, l'ordine di soddisfazione fra finanziamento soci, debito bancario riscadenzato, relativi rendimenti, debito bancario stralciato e prestito obbligazionario convertito.³⁴⁴

L'ultima di queste difficoltà attiene alla delimitazione del ruolo dell'esperto rispetto a quello dell'attestatore negli strumenti di regolazione della crisi.³⁴⁵ L'esperto della composizione negoziata non attesta la veridicità dei dati né la fattibilità del piano; agevola le trattative e, se le trattative riescono, sottoscrive l'accordo. La distinzione ha richiesto un chiarimento nel corso del procedimento e figura fra le difficoltà indicate dall'esperto.

3.4.2 L'articolazione della manovra fra i due veicoli pubblici

Il capitale pubblico è intervenuto attraverso due veicoli distinti, con funzioni e strumenti diversi, e la distinzione è essenziale per non confondere un investimento con un sostegno.

CDPE Investimenti, controllata di CDP Equity, ha agito come socio e investitore. La sua partecipazione risaliva al 2014 e derivava dall'ingresso dell'allora Fondo Strategico Italiano. Nella manovra ha concesso finanziamenti per complessivi settanta milioni di euro destinati a fronteggiare i fabbisogni di cassa, a rafforzare la struttura patrimoniale e a consentire il raggiungimento degli obiettivi del nuovo piano industriale, e ha convertito integralmente il residuo del prestito obbligazionario convertibile emesso da Valvitalia Finanziaria, per circa centotto milioni di euro, a fronte dell'emissione di nuove azioni di Categoria B.³⁴⁶ La

³⁴⁴ SOLIDORO, op. cit., slides 7 e 8.

³⁴⁵ SOLIDORO, op. cit., slide 8.

³⁴⁶ CDP EQUITY S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2023*, § 3.1.2 "Manovra Gruppo Valvitalia"; Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento".

conversione, perfezionata il 31 marzo 2023, ha portato la partecipazione dal cinquanta al settantacinque per cento e ha trasformato un assetto di controllo congiunto in un assetto di controllo esclusivo.³⁴⁷

Il Patrimonio Rilancio ha agito come strumento di sostegno pubblico. Costituito da CDP ai sensi dell'art. 27 del D.L. 19 maggio 2020, n. 34, convertito con modificazioni dalla L. 17 luglio 2020, n. 77, aveva sottoscritto nel 2021 un prestito obbligazionario subordinato convertibile.³⁴⁸ Nella manovra quel credito è stato convertito, per circa trentuno milioni di euro fra capitale e interessi maturati, in strumenti finanziari partecipativi; CDP ha rinunciato ad avvalersi del diritto di vendere al socio Valvitalia Finanziaria tutte le obbligazioni emesse.³⁴⁹ Il passaggio va rimarcato perché evidenzia come la crisi del 2022 abbia trasformato in capitale di rischio un intervento nato nel 2021 come sostegno alla liquidità pandemica. Il primo strumento pubblico non è bastato e la sua conversione è diventata parte del prezzo del secondo.

La famiglia fondatrice ha subito la diluizione dal cinquanta al venticinque per cento e ha conservato i ruoli operativi: Salvatore Ruggeri Presidente, Massimiliano Ruggeri Vicepresidente esecutivo e Luca Ruggeri direttore commerciale, con il compito dichiarato di supportare l'amministratore delegato nel percorso di rilancio.³⁵⁰ La ripartizione fra proprietà e gestione che ne risulta è quella tipica delle ristrutturazioni con ingresso di capitale istituzionale, in cui il socio finanziario prende il controllo e i poteri di *governance*, la famiglia conserva le funzioni che presidiano la relazione commerciale e la reputazione tecnica del marchio. Le regole sono state formalizzate in un patto parasociale sottoscritto il 30 marzo 2023 fra la Società e i suoi soci diretti e indiretti, che disciplina fra l'altro la nomina degli organi sociali.³⁵¹

La manovra ha compreso infine una semplificazione della catena societaria ed è la ragione per cui la holding ha dovuto attivare una propria composizione negoziata. Le difficoltà di

³⁴⁷ CDP EQUITY S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2023*, cit., che riferisce il passaggio da un assetto di controllo congiunto a un assetto di controllo esclusivo.

³⁴⁸ CDP EQUITY S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2023*, cit., che richiama espressamente l'art. 27 del D.L. n. 34/2020, convertito con modificazioni dalla L. n. 77/2020, quale base normativa della costituzione del Patrimonio Rilancio; Valvitalia S.p.A., comunicato stampa del 31 marzo 2023, per la datazione al 2021 del prestito ottenuto da Patrimonio Rilancio.

³⁴⁹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento" e sezione dedicata al Patrimonio Rilancio, ove si precisa che l'opzione *put* prevista dal contratto non è stata esercitata a seguito delle interlocuzioni intercorse tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023.

³⁵⁰ *Tutti gli advisor del piano di rilancio del gruppo Valvitalia*, in "Financecommunity", 31 marzo 2023.

³⁵¹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, verbale dell'assemblea dei soci, ove il presidente richiama il patto parasociale sottoscritto in data 30 marzo 2023 fra la Società e i suoi soci diretti e indiretti, che prevede regole di *corporate governance* relative fra l'altro alla nomina degli organi sociali.

quella procedura, secondo l'esperto, sono dipese dalla necessità di esaurire positivamente la negoziazione del debito della partecipata prima di ottenere la conversione a capitale del prestito obbligazionario residuo, la rinuncia all'opzione *put* che assisteva il prestito subordinato della partecipata e la fusione inversa fra le due società. Alla conversione è quindi seguita la fusione inversa di Valvitalia Finanziaria in Valvitalia S.p.A., con atto del 29 settembre 2023 e cancellazione dal registro delle imprese nei primi giorni di ottobre. L'operazione ha avuto un costo contabile rilevante, in quanto il disavanzo da fusione per annullamento di partecipazione è stato pari a 35,2 milioni di euro, imputato per 3,7 milioni a riduzione del patrimonio netto e, in assenza di ulteriori riserve utilizzabili, per 31,5 milioni a conto economico.³⁵² È la ragione per cui l'utile del 2023, che beneficia dello stralcio bancario per circa settantasette milioni, si attesta a 33,4 milioni e non a un valore prossimo a quello dello stralcio.

3.4.3 Strutturazione e iniezione della nuova finanza

La nuova finanza di Valvitalia si distribuisce fra finanza interinale e nuova finanza in senso proprio³⁵³ e il caso ne offre un'applicazione emblematica.

La finanza interinale è quella autorizzata durante le trattative. Il Tribunale di Milano, con provvedimento del 5 gennaio 2023 e sul parere reso dall'esperto in dieci giorni, ha autorizzato linee di firma fino a 18,7 milioni di euro e linee di *factoring* fino a 16,4 milioni, per un totale di trentacinque milioni di finanziamenti prededucibili; su quel plafond la società ha attivato linee di firma per 11,8 milioni e contratti di *factoring* per quindici milioni.³⁵⁴ Sono importi modesti rispetto alla dimensione della manovra, questo è precisamente il loro significato, in quanto non servivano a risanare, ma a impedire che l'impresa bloccasse l'attività nei mesi necessari a chiudere il negoziato. Ventisette milioni di euro effettivamente attivati fra garanzie e smobilizzo crediti sono la misura di ciò che separava Valvitalia dal blocco operativo. L'esperto colloca fra gli elementi del successo la celerità e l'efficacia dell'intervento del tribunale nell'autorizzazione alla finanza prededucibile; i quindici giorni

³⁵² Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Fusione inversa Valvitalia Finanziaria S.p.A. e fusione per incorporazione Nuova Giungas S.r.l."

³⁵³ Sulla distinzione fra finanza interinale, autorizzata nel corso delle trattative, e nuova finanza erogata al perfezionamento dell'accordo si rinvia al § 1.4.2.

³⁵⁴ SOLIDORO, op. cit., slides 3, 4 e 10; Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Procedura Composizione Negoziata per la crisi d'impresa".

trascorsi fra l'istanza del 20 dicembre 2022 e il provvedimento del 5 gennaio 2023 danno la misura di quel giudizio.

La nuova finanza propriamente detta è stata erogata al *closing*; in particolare CDPE Investimenti ha erogato un finanziamento *super senior* per quaranta milioni di euro con interessi *Payment in Kind* semplici dell'uno per cento³⁵⁵ e scadenza al 31 dicembre 2029 oltre un secondo finanziamento per trenta milioni con interessi *PIK* semplici del 2,7 per cento e pari scadenza.³⁵⁶ Le tre banche del *pool* hanno riscadenziato parte del finanziamento senior per trenta milioni, con rendimento *PIK* del 2,7 per cento e scadenza al 31 dicembre 2029, oltre la rinuncia del debito residuo in linea capitale e interessi maturati per circa settantasette milioni.³⁵⁷ L'indebitamento circolante comprende linee per firma per centouno milioni dal *pool* e per tre milioni da Crédit Agricole, oltre a linee di *factoring* per diciotto milioni dal *pool* e quindici da illimity Bank S.p.A.³⁵⁸

Due caratteristiche di questa struttura contano più dell'ammontare: la prima è che l'intero debito a termine, tanto quello nuovo del socio quanto quello riscadenziato delle banche, matura alla stessa data e frutta interessi in forma *PIK*. Fino al 31 dicembre 2029 il debito finanziario di Valvitalia non assorbe cassa, né per capitale né per interessi. Se si torna alla logica del test di perseguibilità, l'effetto è evidente, in quanto la manovra non ha agito soltanto sul numeratore riducendo il debito, ha azzerato il servizio del debito nel periodo di piano. È la soluzione che consente a un'impresa con margine operativo lordo negativo di sopravvivere mentre lo ricostruisce.

La seconda caratteristica è la gerarchia, poiché il finanziamento del socio da quaranta milioni è *super senior*, quindi antergato rispetto ai trenta milioni riscadenziati delle banche. Le banche hanno accettato una duplice concessione: hanno rinunciato alla maggior parte della propria esposizione e hanno subordinato il residuo alla nuova finanza. La dinamica riproduce quella della Section 364 del Bankruptcy Code, dove il finanziatore che immette risorse in un'impresa in crisi ottiene priorità sui creditori preesistenti. In Italia il risultato è stato

³⁵⁵ Gli interessi *Payment in Kind* (*PIK*) non sono corrisposti in denaro alle scadenze periodiche ma capitalizzati sul debito e rimborsati insieme alla quota capitale alla scadenza finale. Ne deriva che non assorbono liquidità nel periodo di piano e che incrementano progressivamente lo stock dell'indebitamento.

³⁵⁶ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento"; *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, tabella della posizione finanziaria netta, che espone le due tranches come "Finanziamento CDPEINV Tranche 1 *super senior*" per quarantamila migliaia di euro e "Tranche 2" per trentamila migliaia.

³⁵⁷ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, voce D) - 4) Debiti verso banche.

³⁵⁸ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento". Il comunicato stampa del 31 marzo 2023 sintetizza il pacchetto in linee di firma per un importo superiore ai cento milioni di euro.

raggiunto per via contrattuale anziché per provvedimento del giudice, ma la logica economica è la stessa.

Va aggiunto che la deroga alla postergazione dei finanziamenti soci, prevista dall'art. 22, comma 1, lett. b), CCII, è la norma che rende concepibile un'operazione di questo tipo. Senza di essa il finanziamento di un socio a una società con patrimonio netto negativo sarebbe stato esposto alla disciplina dell'art. 2467 c.c., e nessun azionista razionale avrebbe immesso settanta milioni per finanziare, di fatto, i creditori anteriori.³⁵⁹

Resta un punto critico; la struttura *PIK* allevia la cassa ma incrementa lo stock. Al 31 dicembre 2023 la posizione finanziaria netta era negativa per 68,4 milioni di euro; al 31 dicembre 2024 era risalita a 79,6 milioni, per effetto dell'accumulo degli interessi *PIK* sui tre finanziamenti e della riduzione della cassa da 35,4 a 25,9 milioni.³⁶⁰ Il debito continua quindi a crescere fino al 2029, quando l'intero ammontare diventerà esigibile in un'unica scadenza. La sostenibilità della manovra dipende quindi da ciò che l'impresa riuscirà a generare entro quella data.

Un segnale in senso favorevole si registra nel 2025, quando Valvitalia ha ottenuto da Banco Desio una linea per emissione di garanzie bancarie per due milioni di euro e una linea di *factoring* per un milione.³⁶¹ Gli importi sono minimi, ma si tratta di un nuovo *player*, ossia un istituto estraneo al *pool* che accetta il rischio a due anni dall'accordo. È il primo indizio documentato di una riapertura dell'accesso al credito al di fuori del perimetro dei creditori risanatori.

3.4.4 Il superamento delle asimmetrie negoziali

Il consenso è stato unanime e l'unanimità in una ristrutturazione non è un dato spontaneo e occorre quantificare ciò che ciascuna parte ha ceduto.

Le banche avevano al 31 dicembre 2022 un'esposizione complessiva di 113,9 milioni di euro, di cui la parte largamente prevalente riconducibile al *finanziamento senior unsecured* di centocinquanta milioni concesso il 30 giugno 2016 e in corso di rimborso. Della quota

³⁵⁹ Art. 22, comma 1, lett. b), CCII, e art. 2467 c.c. I documenti esaminati non precisano se i finanziamenti erogati da CDPE Investimenti al *closing* siano stati autorizzati ai sensi dell'art. 22 CCII, e ne descrivono la priorità in termini contrattuali di *super senior*: la distinzione fra prededucibilità legale e antergazione convenzionale resta pertanto non verificabile sulla base delle fonti raccolte.

³⁶⁰ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, tabella della posizione finanziaria netta, che espone quote interessi sui finanziamenti CDPEINV pari a 705 e 1.427 migliaia di euro al 31 dicembre 2024, contro 304 e 615 migliaia al 31 dicembre 2023, e debiti per interessi sul finanziamento in *pool* pari a 1.447 migliaia contro 623.

³⁶¹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, Relazione sulla gestione.

oggetto della manovra hanno conservato trenta milioni, riscadenziati al 2029 con interessi *PIK*, rinunciando a circa settantasette milioni fra capitale e interessi maturati.³⁶² Il tasso di recupero nominale sul credito ristrutturato è quindi di circa il ventotto per cento e il valore attuale del residuo è inferiore, perché si tratta di un credito subordinato, senza flussi intermedi, esigibile fra sei anni. Il Patrimonio Rilancio ha convertito trentuno milioni di credito in strumenti finanziari partecipativi e ha rinunciato all'opzione di vendita che gli avrebbe consentito di trasferire le obbligazioni al socio.³⁶³ CDPE Investimenti ha convertito centotto milioni di credito in azioni e ha immesso settanta milioni di denaro nuovo. Finvalv ha ceduto metà della propria partecipazione. Complessivamente, secondo la sintesi dell'esperto, la percentuale del debito ristrutturato è stata del 77,7 per cento per la società operativa e del cento per cento per la holding, con diritto a un eventuale earn-out.³⁶⁴

La domanda rilevante è perché le banche abbiano accettato e tre elementi documentati concorrono alla risposta.

Il primo è la qualità dell'alternativa liquidatoria: al 31 dicembre 2022 il patrimonio netto era negativo per 39,8 milioni di euro e l'attivo era gravato da immobilizzazioni immateriali di formazione contabile: i marchi iscritti per 29,3 milioni sulla base della perizia di allocazione dell'excess cost della fusione del 2014 e gli avviamenti generati dalle aggregazioni.³⁶⁵ Sono valori che in uno scenario liquidatorio si azzerano quasi integralmente, perché un marchio di componentistica industriale separato dall'organizzazione che lo qualifica presso le *vendor list* non ha mercato. Il valore recuperabile in liquidazione era quindi sensibilmente inferiore al ventotto per cento ottenuto con l'accordo.

Il secondo elemento è la struttura degli incentivi costruita dalla procedura. Se le trattative fossero fallite, l'imprenditore avrebbe potuto accedere al concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio, che non prevede il voto dei creditori. L'alternativa all'accordo

³⁶² SOLIDORO, op. cit., slide 6, per l'esposizione verso istituti di credito pari a 113,9 milioni di euro al 31 dicembre 2022; Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento", e *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, voce D) - 4) Debiti verso banche, per il riscadenziamento di trenta milioni e la rinuncia a circa settantasette milioni. La differenza fra l'esposizione complessiva verso il ceto bancario e la somma delle due componenti oggetto della manovra è riconducibile a rapporti bancari diversi dal finanziamento senior in *pool*.

³⁶³ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezioni "Accordo di Risanamento" e "Patrimonio Rilancio".

³⁶⁴ SOLIDORO, op. cit., slides 8 e 14. La presentazione non chiarisce la base di calcolo della percentuale relativa alla società operativa, che non coincide né con il rapporto fra debito stralciato ed esposizione bancaria né con l'incidenza del debito ristrutturato sull'esposizione complessiva: il dato è pertanto riportato nei termini della fonte.

³⁶⁵ Sul patrimonio netto al 31 dicembre 2022, Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori; sui marchi e sugli avviamenti, *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, nota integrativa, voci B) I - 4) e criteri di valutazione delle immobilizzazioni immateriali.

non era la conservazione delle proprie ragioni, ma una liquidazione che non lascia margine di manovra ai creditori. A questo si aggiunge che le banche non hanno chiuso la relazione, in quanto hanno mantenuto centouno milioni di linee per firma e diciotto di *factoring*, con durata annuale e rinnovo negoziabile; quindi, hanno conservato la commissione su un'attività che continuava a generare ricavi.

Il terzo elemento è la partecipazione al rialzo. L'accordo contiene previsioni di eventuali rimborsi alle parti coinvolte e meccanismi di *Waterfall* e di un potenziale *Earn Out*, attivabili in dipendenza di futuri eventi aziendali.³⁶⁶ Il sacrificio delle banche non è quindi definitivo in senso assoluto, in quanto è definitivo nello scenario di piano e reversibile in quello migliore. È lo strumento tecnico con cui si supera l'asimmetria informativa fra chi rinuncia oggi su previsioni che non controlla e chi le formula. Le previsioni del Piano Industriale 2022-2029 non mostrano il verificarsi delle condizioni di attivazione, e il *management* ritiene tali ipotesi remote e non prevedibili nel *quantum* e nel tempo, il che significa che il valore atteso dell'opzione è basso.³⁶⁷ Il suo valore negoziale, nel marzo 2023, era diverso da quello attuariale.

Alla partecipazione al rialzo si accompagna, come contropartita simmetrica, un'architettura di controllo. L'accordo ha imposto la nomina di un Responsabile del Monitoraggio, che siede nel consiglio di amministrazione in conformità ai patti parasociali, emette report informativi periodici e presidia anche la procedura sulle parti correlate, mentre un *advisor* industriale emette report per il monitoraggio delle commesse e il collegio sindacale vigila sul rispetto delle informative previste dall'accordo e sugli scostamenti rispetto al piano.³⁶⁸ Le parti hanno inoltre condizionato l'efficacia dell'operazione all'assenza di distribuzioni di Valvitalia a soci, azionisti e parti correlate, all'assenza di azioni o procedimenti innanzi a organi giudiziari, all'assenza di decanalizzazioni o insoluti sulle linee di *factoring*, al versamento da parte di CDPE Investimenti dei fondi necessari a coprire il pagamento di settecentomila euro effettuato all'Erario da Valvitalia Finanziaria e, per un profilo che segnala la dimensione internazionale del Gruppo, all'ottenimento del nulla osta dell'autorità

³⁶⁶ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento"; nello stesso senso *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, Relazione sulla gestione, e *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, nota integrativa.

³⁶⁷ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, Relazione sulla gestione.

³⁶⁸ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, Relazione del Collegio Sindacale; sulla nomina del Responsabile del Monitoraggio in data 19 aprile 2023, *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Consiglio di Amministrazione".

antitrust dell'Arabia Saudita, risolto il 4 agosto 2023.³⁶⁹ Al 31 dicembre 2024 i parametri finanziari previsti dai contratti di finanziamento risultavano rispettati.³⁷⁰

Un ultimo fattore, meno documentabile ma non trascurabile, è la tensione competitiva. Nelle settimane precedenti la firma la stampa specializzata riferiva dell'interesse di una cordata di investitori guidata dal gruppo bancario Finint a entrare nel capitale, e ipotizzava un aumento fra settanta e ottanta milioni di euro.³⁷¹ Non risulta che quell'interesse si sia tradotto in un'offerta formale, e la tracciabilità di un processo competitivo è ciò che rende difendibile una scelta di fronte ai creditori. Nel caso Valvitalia il confronto competitivo non ha lasciato traccia documentale, e questo è forse il profilo più fragile della manovra sul piano metodologico, perché il prezzo pagato dai creditori è stato determinato in un negoziato con un unico investitore disponibile.

L'unanimità non è stata prodotta dall'architettura normativa, che ha fornito gli strumenti, né dalla mediazione dell'esperto, che ne ha reso stabile l'esito, ma è stata prodotta dalla presenza di un socio pubblico con la capacità patrimoniale e l'interesse industriale a immettere settanta milioni di euro in un'impresa con patrimonio netto negativo.

L'esperto lo evidenzia in termini espliciti quando include fra gli elementi del successo la disponibilità del socio indiretto ad apportare risorse in misura pari al sacrificio richiesto al ceto bancario. Tutti gli altri elementi, la prededuzione, la subordinazione delle banche, il differimento *PIK*, il *Waterfall*, hanno la funzione di distribuire il beneficio e il rischio di quella immissione. Senza di essa nessuno di essi avrebbe avuto oggetto, osservazione che ridimensiona la replicabilità del modello, dopo aver verificato se le risorse immesse abbiano prodotto il risultato industriale atteso.

3.5 Analisi degli indicatori (KPI) pre e post composizione

La misurazione degli effetti della manovra si compie su quattro esercizi, dal 2022 al 2025, e produce tre risultati di segno diverso.³⁷² Il patrimonio è stato ricostituito e la marginalità

³⁶⁹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento", elenco delle condizioni sospensive.

³⁷⁰ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, nota integrativa, voce D) - 4) Debiti verso banche.

³⁷¹ G.M. GIURA, op. cit.

³⁷² La serie è costruita sulle tabelle degli indicatori economici, patrimoniali e finanziari pubblicate nelle relazioni sulla gestione di Valvitalia S.p.A. Il perimetro è quello della sola capogruppo, per la ragione di metodo esposta nel § 3.1.1; i dati consolidati, disponibili unicamente attraverso i comunicati stampa, sono trattati al termine del § 3.5.4.

operativa è tornata positiva. La generazione di cassa non ancora, e la leva finanziaria, dopo il beneficio dello stralcio, ha ripreso a salire.

3.5.1 Situazione pre-CNC: la marginalità compromessa e l'insostenibilità del rapporto PFN/EBITDA

Il punto di partenza è la situazione dell'esercizio 2022, e qui interessa per una sola ragione, ossia stabilire rispetto a che cosa si misura il recupero. Nell'esercizio 2022 il margine operativo lordo di Valvitalia S.p.A. era negativo per 34,5 milioni di euro su ricavi di 110,4 milioni, con un'incidenza del 31,2 per cento.³⁷³ È il dato che rende inutilizzabile l'indicatore convenzionale della sostenibilità del debito. Il rapporto fra indebitamento netto e margine operativo lordo esprime il numero di anni di flussi necessari al rimborso; con un denominatore negativo restituisce alcun valore, poiché nessun numero di anni rimborsa un debito quando i flussi vanno in uscita. Nella tabella comparativa riportata più avanti quel rapporto compare, infatti, come non significativo per il 2022 e per il 2023, e diventa leggibile soltanto dal 2024.

Un secondo elemento è relativo alla tipologia della crisi; Valvitalia non presentava una crisi di domanda, in quanto nel 2022 la società aveva acquisito ordini per 129,8 milioni di euro e chiudeva l'anno con un portafoglio di 186,9 milioni, superiore a quello dell'esercizio successivo.³⁷⁴ Ciò che si era perduto era la capacità di eseguire in modo remunerativo il lavoro che continuava ad arrivare. Il recupero misurato nei paragrafi seguenti riguarda quindi il margine, non i volumi.

3.5.2 L'assorbimento di capitale circolante e i flussi di cassa operativi

L'indicatore che meglio descrive la fase successiva all'accordo è il flusso di cassa dell'attività operativa che il rendiconto finanziario espone per tre esercizi consecutivi. Nel 2023 l'attività operativa ha assorbito 41,5 milioni di euro, nel 2024 ne ha assorbiti 6,7, nel 2025 altri 3,4.³⁷⁵ Il segno resta negativo in tutti e tre; la direzione è nettamente favorevole,

³⁷³ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori. Il margine operativo lordo è definito dalla società come differenza tra valore e costi della produzione al lordo di ammortamenti e svalutazioni. L'incidenza percentuale è elaborazione propria.

³⁷⁴ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori.

³⁷⁵ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, Rendiconto finanziario, voce "Flusso finanziario dall'attività operativa (A)": negativo per 6.691.943 euro nel 2024 e per 41.541.588 euro nel 2023;

perché l'assorbimento si è ridotto di oltre il novanta per cento, ma a tre anni dalla manovra la gestione operativa non genera ancora cassa.

Le componenti hanno natura diversa e vanno distinte. Nel 2023 l'incremento delle rimanenze ha assorbito 30,3 milioni di euro e l'utilizzo dei fondi altri 11,5, questi ultimi riconducibili in buona parte alle rate concordate con l'Agenzia delle Entrate sui contenziosi 2013-2017.³⁷⁶ Nel 2024 la riduzione delle rimanenze ha liberato 36,0 milioni, ma il pagamento dei fornitori ne ha assorbiti 10,5 e le altre variazioni del circolante 17,9, cosicché il flusso è tornato positivo per 10,2 milioni prima di essere riassorbito dagli interessi pagati e dagli utilizzi dei fondi.³⁷⁷ Nel 2025 la società attribuisce l'assorbimento all'aumento del capitale circolante connesso alla crescita dell'attività e del portafoglio ordini.³⁷⁸

Quest'ultima spiegazione descrive un tratto strutturale del modello di business, non un residuo della crisi. Un produttore su commessa che cresce assorbe cassa, perché acquista materiali, accumula semilavorati e attende il collaudo prima di incassare. Il portafoglio è passato da 165,5 milioni di euro a fine 2024 a 190,2 a fine 2025, e la raccolta ordini da 167,1 a 196,4.³⁷⁹ Ogni euro di crescita richiede circolante, e il circolante richiede *factoring* e garanzie; è la ragione per cui le linee ottenute con la manovra hanno durata annuale e rinnovo da negoziare e per cui la vulnerabilità dell'impresa non è stata eliminata ma resa gestibile a condizione che il sistema bancario rinnovi ogni dodici mesi.

Il livello della cassa completa il quadro. Le disponibilità liquide sono scese da 35,4 milioni di euro al 31 dicembre 2023 a 25,9 al 31 dicembre 2024 e a 16,0 al 31 dicembre 2025, mentre gli investimenti crescevano da 3,1 a 3,8 e poi a 5,1 milioni.³⁸⁰ La liquidità immessa dal socio è stata progressivamente assorbita dal circolante e dagli investimenti, con un profilo sostenibile, ma non abbondante.

Relazione del Collegio Sindacale al bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025, secondo cui nell'esercizio 2025 la Società ha assorbito liquidità per 3.442.546 euro dall'attività operativa.

³⁷⁶ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, cit., Rendiconto finanziario, voci relative alle variazioni del capitale circolante netto e all'utilizzo dei fondi; sui contenziosi tributari, *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Contenziosi tributari".

³⁷⁷ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, cit., Rendiconto finanziario.

³⁷⁸ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, Relazione sulla gestione.

³⁷⁹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, cit., Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori e commento all'andamento della gestione.

³⁸⁰ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, cit., nota integrativa, tabella della posizione finanziaria netta, per i valori al 31 dicembre 2023 e 2024; *Relazione del Collegio Sindacale al bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, cit., per disponibilità liquide pari a 16.033.489 euro al 31 dicembre 2025 e per un assorbimento di 5.108.011 euro dall'attività di investimento; sugli investimenti dei due esercizi precedenti, Valvitalia S.p.A., *Bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2023 e al 31 dicembre 2024*, cit., Relazioni sulla gestione, sezione "Investimenti".

3.5.3 L'impatto contabile dello stralcio e del riscadenzamento

La manovra descritta lascia nel bilancio 2023 tracce di natura diversa e distinguerle è necessario per non attribuire alla gestione ciò che appartiene alla ristrutturazione.

Lo stralcio bancario è rilevabile in una sola voce, ossia i proventi finanziari dell'esercizio 2023 sono stati pari a 78,1 milioni di euro contro 1,1 milioni nel 2022.³⁸¹ È la rinuncia dei creditori iscritta come provento nel conto economico del debitore. Il riscadenzamento, all'opposto, non produce effetti immediati sul risultato, ma alimenta lo stock del debito, perché gli interessi in forma *PIK* si capitalizzano e le quote maturate sui tre finanziamenti passano da 1,5 milioni complessivi al 31 dicembre 2023 a 3,6 milioni un anno dopo.³⁸² Le conversioni, infine, non transitano dal conto economico e incidono direttamente sul patrimonio netto.

Il patrimonio netto è appunto la grandezza su cui i movimenti si sovrappongono. La situazione provvisoria al 31 marzo 2023 mostrava, dopo gli stralci e la riduzione del capitale da centotrenta a dieci milioni, un patrimonio netto di circa sessanta milioni di euro; al 31 dicembre dello stesso esercizio era di 43,5 milioni.³⁸³ I diciassette milioni consumati nei nove mesi successivi alla firma dell'accordo hanno una causa documentata, ossia il disavanzo della fusione inversa di Valvitalia Finanziaria, pari a 35,2 milioni, è stato imputato per 3,7 milioni a riduzione del patrimonio netto e, in assenza di riserve utilizzabili, per 31,5 milioni a conto economico.³⁸⁴

Da qui si spiega il dato più eterogeneo della serie, cioè il margine operativo lordo negativo per 50,1 milioni di euro nel 2023, peggiore di quello del 2022 nonostante ricavi cresciuti del trentadue per cento. La riconciliazione fornita dalla società chiarisce l'apparente contraddizione, in quanto l'*EBITDA adjusted*, cioè il margine al netto dei costi straordinari, è negativo per 8,2 milioni, e da questo si passa al margine contabile sommando 5,6 milioni di accantonamenti straordinari, 0,4 di incentivi all'esodo, 4,4 di altri oneri non ricorrenti e

³⁸¹ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori.

³⁸² Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, cit., nota integrativa, tabella della posizione finanziaria netta: quote interessi sui finanziamenti CDPE Investimenti pari a 304 e 615 migliaia di euro al 31 dicembre 2023 e a 705 e 1.427 migliaia al 31 dicembre 2024, debiti per interessi sul finanziamento in *pool* pari a 623 e 1.447 migliaia alle stesse date. La somma è elaborazione propria.

³⁸³ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento" e tabella degli indicatori.

³⁸⁴ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Fusione inversa Valvitalia Finanziaria S.p.A. e fusione per incorporazione Nuova Giungas S.r.l."

31,6 del disavanzo di fusione.³⁸⁵ Il peggioramento non è industriale, ma è riconducibile al costo della ristrutturazione iscritto a conto economico. Sul piano operativo il margine è passato da meno 34,5 a meno 8,2 milioni, con un recupero di ventisei milioni in un solo esercizio.

Resta una componente non monetaria da isolare. Le imposte hanno prodotto nel 2023 un effetto positivo di 15,9 milioni di euro contro 0,6 nel 2022, riconducibile allo stanziamento di imposte anticipate reso possibile dalla prospettiva di redditi futuri imponibili.³⁸⁶ L'utile di 33,4 milioni di euro si compone quindi di settantotto milioni di proventi da rinuncia dei creditori e sedici di fiscalità differita, ridotti dai trentadue del disavanzo da fusione e dagli oneri straordinari. Nessuna sua parte è generata dall'attività operativa ed è la ragione per cui il primo esercizio successivo all'accordo non può essere letto come prova del risanamento.

3.5.4 Tabella comparativa e situazione post-CNC

La tabella riporta la serie degli indicatori pubblicati nelle relazioni sulla gestione degli esercizi 2023, 2024 e 2025.³⁸⁷

Tabella 2 – Valvitalia S.p.A., indicatori economici, patrimoniali e finanziari negli esercizi 2022-2025 (migliaia di euro)

Valvitalia S.p.A. (migliaia di euro)	2022	2023	2024	2025
Ordini assunti	129.778	136.421	167.100	196.400
Portafoglio ordini	186.952	178.569	165.501	190.213
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	110.403	145.400	179.269	167.617
Valore della produzione	126.731	176.615	175.224	176.587

³⁸⁵ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, cit., Relazione sulla gestione, prospetto "Riconciliazione EBITDA Adjusted verso EBITDA". L'*EBITDA adjusted* è definito dalla società come margine operativo lordo al netto dei costi straordinari.

³⁸⁶ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, cit., Relazione sulla gestione, tabella degli indicatori, che espone imposte positive per 15.865 migliaia di euro nell'esercizio 2023. Si segnala che la tabella pubblicata nella relazione al 31 dicembre 2023 indicava per la medesima voce 14.302 migliaia di euro: la serie utilizzata nel testo è quella della relazione 2024, che espone i dati 2023 dopo gli effetti della retrodatazione contabile delle fusioni al 1° gennaio 2023.

³⁸⁷ Valvitalia S.p.A., *Bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2023, 2024 e 2025*, cit., Relazioni sulla gestione, tabelle degli indicatori; per i flussi di cassa e le disponibilità liquide, i documenti citati alle note 122 e 127; per gli ordini assunti del 2024 e del 2025, la relazione al 31 dicembre 2025, che li quantifica in 167,1 e 196,4 milioni di euro; per il personale in forza nel 2022, SOLIDORO, op. cit., slide 5. Il rapporto PFN/EBITDA e l'indicazione "n.s." per gli esercizi con margine negativo sono elaborazione propria; "n.d." segnala invece un dato non disponibile nelle fonti. I ricavi indicati sono i "ricavi delle vendite e delle prestazioni" della relazione sulla gestione, che differiscono dalla voce "fatturato" dei prospetti sintetici AIDA per la diversa composizione dell'aggregato.

Valvitalia S.p.A. (migliaia di euro)	2022	2023	2024	2025
<i>EBITDA adjusted</i>	n.d.	(8.155)	(454)	13.669
<i>EBITDA</i> (margine operativo lordo)	(34.452)	(50.135)	3.097	12.270
Ammortamenti e svalutazioni	(6.775)	(6.487)	(7.038)	(6.115)
Proventi finanziari	1.147	78.092	896	89
Oneri finanziari	(6.385)	(4.808)	(4.684)	(6.089)
Risultato prima delle imposte	(48.683)	17.566	(558)	715
Imposte	639	15.865	(3.754)	2.616
Risultato dopo le imposte	(48.045)	33.431	(4.312)	3.331
Patrimonio netto	(39.767)	43.451	37.060	42.850
Posizione finanziaria netta	(133.828)	(68.417)	(79.554)	(87.497)
Flusso di cassa dell'attività operativa	n.d.	(41.542)	(6.692)	(3.443)
Disponibilità liquide	n.d.	35.362	25.907	16.033
Personale (unità)	730	626	647	660
PFN / <i>EBITDA</i>	n.s.	n.s.	25,7x	7,1x
PFN / <i>EBITDA adjusted</i>	n.d.	n.s.	n.s.	6,4x
Patrimonio netto / PFN	(0,3)	0,6	0,5	0,5

Ne emergono quattro risultati. Il primo è il ripristino dell'equilibrio patrimoniale, su questo il giudizio è positivo senza riserve, in quanto il patrimonio netto passa da meno 39,8 a più 43,5 milioni di euro in un esercizio e si mantiene a 42,9 milioni nel 2025, con un rapporto rispetto all'indebitamento netto stabilizzato intorno a 0,5. Il secondo è il recupero della marginalità, reale e progressivo, in quanto l'*EBITDA adjusted* passa da meno 8,2 milioni nel 2023 a meno 0,5 nel 2024 e a più 13,7 nel 2025, dove raggiunge l'8,2 per cento dei ricavi, la società lo attribuisce all'efficientamento industriale oltre che alla revisione dei prezzi e al maggior peso delle attività di *service* e *aftermarket*.³⁸⁸ Il dato è coerente con il rafforzamento dei presidi di controllo della redditività di commessa introdotti con il piano industriale.

³⁸⁸ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, cit., Relazione sulla gestione, commento all'andamento della gestione, che segnala anche come la linea raccordi abbia risentito dell'introduzione di dazi sul mercato statunitense, con contrazione della domanda e cessazione del rapporto di esclusiva con il principale distributore locale.

Il terzo risultato complica il quadro poiché la posizione finanziaria netta migliora di 65,4 milioni di euro nel 2023 per effetto dello stralcio, poi torna a crescere senza interruzioni: 79,6 milioni nel 2024 e 87,5 nel 2025. In tre esercizi l'indebitamento netto ha recuperato 19,1 milioni, poco meno di un terzo del beneficio ottenuto dalla rinuncia dei creditori, per effetto congiunto degli interessi capitalizzati e dell'assorbimento di circolante.

Il quarto riguarda la leva ed è quello su cui la valutazione finale dovrà appoggiarsi. Nel 2025, primo esercizio con un margine solidamente positivo, il rapporto fra indebitamento netto ed *EBITDA* è di 7,1 volte, 6,4 se calcolato sull'*adjusted*. Nella scala del test di perseguibilità valori compresi fra cinque e sei segnalano che un margine positivo non basta a consentire il risanamento in via diretta; Valvitalia si colloca sopra quella soglia. Non significa che l'impresa sia in crisi, perché fino al 2029 il debito non è esigibile e non assorbe cassa, ma significa che la sostenibilità della struttura si deciderà a quella data. Alla scadenza diventeranno esigibili in un'unica soluzione i settanta milioni di euro erogati da CDPE Investimenti, i trenta riscadenziati del *pool* e gli interessi nel frattempo capitalizzati, per un ammontare che sulla base dei tassi contrattuali si collocherà intorno ai centoventi milioni. Con un margine di dodici o quattordici milioni annui e una gestione operativa che non genera ancora cassa, il rimborso non è finanziabile con l'autofinanziamento e l'esito richiederà un rifinanziamento, una conversione ulteriore in capitale o una cessione. La manovra del 2023 non ha risolto la questione della struttura finanziaria di Valvitalia, ma l'ha differita di sei anni, comprando all'impresa il tempo necessario a ricostruire la marginalità.

Sul perimetro consolidato, ricavabile soltanto dai comunicati stampa, il profilo è coerente ma più favorevole, per il contributo delle controllate estere.

Tabella 3 – Gruppo Valvitalia, dati consolidati desumibili dai comunicati stampa societari negli esercizi 2022-2025 (milioni di euro)

Gruppo Valvitalia (milioni di euro)	2022	2023	2024	2025
Ricavi consolidati	~133	181,2	220,2	217,5
<i>EBITDA</i>	(28)	(9,8)	12,2	17,3
<i>EBITDA adjusted</i>	(23)	1,0	n.d.	n.d.
<i>EBIT</i>	n.d.	n.d.	~3,0	8,6
Risultato netto	(48)	69	n.d.	1,7
Ordini assunti	~169	174,4	219,4	241,7
Portafoglio ordini	n.d.	206	217	224,8

Due avvertenze accompagnano questa seconda serie. Per l'esercizio 2023 il comunicato del 2024 riferisce un *EBITDA adjusted* positivo per un milione di euro, mentre quello del 2025 indica per lo stesso esercizio un *EBITDA* negativo per 9,8 milioni; i due valori non sono in contraddizione, perché il primo è rettificato e il secondo contabile, ma il loro accostamento senza spiegazione produce l'impressione di una discontinuità inesistente.³⁸⁹ Per il 2024, poi, il risultato netto consolidato non è indicato in alcuna fonte e si desume come perdita soltanto per differenza dal comunicato del 2026.³⁹⁰ Su entrambi i punti la comunicazione finanziaria del Gruppo è meno trasparente dei bilanci depositati, ed è la ragione per cui la misurazione di questo capitolo è costruita sui secondi. Il confronto fra i due perimetri resta comunque utile, in quanto nel 2025 il Gruppo registra un *EBITDA* di 17,3 milioni contro i 12,3 della capogruppo e ricavi per 217,5 milioni contro 167,6, differenza attribuibile alle controllate estere e in particolare a Broady e a Valvitalia China.³⁹¹ La riorganizzazione ha quindi prodotto effetti anche fuori dal perimetro italiano.

3.6 Valutazione finale sull'efficacia dello strumento

Due domande erano rimaste aperte al termine dell'esame degli strumenti: se la composizione negoziata regga alla prova di un gruppo industriale con stabilimenti e commesse internazionali, e se i benefici misurabili in bilancio giustificano il sacrificio imposto ai creditori. Alla prima i dati raccolti consentono di rispondere in modo affermativo. La seconda richiede invece una precisazione preliminare di metodo. Nel diritto della crisi ogni impresa costituisce una fattispecie a sé e non esiste una soluzione trasferibile da una situazione all'altra, sicché la domanda non può essere se il caso Valvitalia offra un modello da replicare. La domanda pertinente è se le scelte compiute siano state corrette rispetto al perimetro che la norma mette a disposizione e se il risultato ottenuto giustifichi il sacrificio richiesto ai creditori. È in questi termini che il paragrafo valuta l'esito.

³⁸⁹ Valvitalia S.p.A., comunicati stampa dell'8 maggio 2024 e del 13 maggio 2025.

³⁹⁰ Valvitalia S.p.A., comunicato stampa del 14 maggio 2026, secondo cui il risultato netto 2025 è in significativo recupero rispetto alla perdita registrata nel 2024.

³⁹¹ Comunicato stampa del 13 maggio 2025, cit., che riporta ricavi di Broady Flow Control Limited per 14,5 milioni di euro, in progresso di quasi il cinquanta per cento su base biennale, e un contributo di Valvitalia China al fatturato consolidato di circa ventisette milioni.

3.6.1 Valvitalia come verifica empirica dello strumento

Il caso è stato presentato dall'esperto che lo ha condotto in un incontro pubblico del novembre 2023 dedicato ai casi di successo della composizione negoziata.³⁹² È una qualificazione che proviene dall'interno del procedimento e questa tesi la assume nei suoi termini, cioè non che si tratti del primo risanamento di una grande impresa, affermazione che le fonti raccolte non consentono di verificare, ma che si tratti di un caso ritenuto esemplare da chi ne ha condotto la trattativa.

Tre aspetti del procedimento meritano attenzione, perché in ciascuno la soluzione non discende dal testo normativo ma da una scelta dell'impresa e dei professionisti che l'hanno assistita.

Il primo è la gestione della dimensione di gruppo. La crisi coinvolgeva due società, la capogruppo operativa e una holding il cui unico attivo era la partecipazione nella prima e non è stata affrontata con una composizione negoziata di gruppo, ma con due procedure distinte, avviate a distanza di quasi due mesi, condotte dal medesimo esperto e chiuse nella stessa data.³⁹³ La sequenza era obbligata, perché la sistemazione della catena proprietaria presupponeva l'esito positivo della trattativa sul debito della partecipata. Il coordinamento è stato quindi costruito dalle parti in via di fatto, attraverso l'unicità dell'esperto e la simultaneità della conclusione, e non attraverso lo strumento che il Codice prevede per i gruppi: una soluzione non prescritta dalla norma, elaborata in via interpretativa e rivelatasi efficace.

Il secondo è l'inutilizzabilità del filtro diagnostico, in quanto il test pratico di perseguibilità non è stato svolto in nessuna delle due procedure e la ragione indicata è in entrambi i casi il margine operativo lordo negativo.³⁹⁴ La conseguenza è generalizzabile, in quanto lo strumento costruito dal legislatore per orientare la decisione di accesso non funziona proprio nelle situazioni in cui la crisi è più grave. Non è un difetto di progettazione, perché un rapporto fra debito e flussi non è calcolabile quando i flussi sono in uscita. Il caso evidenzia piuttosto che l'assenza del filtro quantitativo non impedisce la diagnosi, purché la

³⁹² A. SOLIDORO, *Sintesi delle informazioni rilevanti afferenti le composizioni negoziate di Valvitalia S.p.A. e Valvitalia Finanziaria S.p.A.*, cit., frontespizio.

³⁹³ SOLIDORO, op. cit., slides 3, 12, 13 e 14. La procedura di Valvitalia S.p.A. è iniziata il 4 novembre 2022, quella di Valvitalia Finanziaria S.p.A. il 30 dicembre; entrambe si sono concluse il 4 maggio 2023. Sulla composizione negoziata di gruppo, art. 25 CCII.

³⁹⁴ SOLIDORO, op. cit., slides 3 e 12, anche per l'assenza di richiesta di misure protettive in entrambe le procedure.

valutazione industriale della risanabilità la sostituisca, ed è ciò che l'esperto, disponendo del piano che la società gli aveva presentato all'accesso, ha potuto fare.

Il terzo è la rinuncia alle misure protettive che Valvitalia non ha richiesto in nessuna delle due procedure. Lo “scudo” dell'art. 18 CCII è comunemente descritto come il principale vantaggio dello strumento, ma ha per contropartita l'iscrizione dell'istanza nel registro delle imprese. La rinuncia non è però una lacuna della manovra, bensì una scelta calcolata: la società e i suoi consulenti hanno valutato che, con il debito commerciale regolare e quello finanziario concentrato in nove creditori professionali già presenti alle trattative, quello scudo avrebbe prodotto il costo della pubblicità senza un beneficio corrispondente, poiché le misure protettive operano contro il creditore che non partecipa.

3.6.2 I driver decisivi del successo

L'esperto ha indicato undici elementi come determinanti della conclusione favorevole e tre ulteriori per la procedura della holding.³⁹⁵ È la fonte più attendibile per questa valutazione, perché proviene dal soggetto che ha condotto il procedimento.

Tre elementi attengono alle condizioni di partenza: la risanabilità industriale delle attività alla luce delle aspettative di mercato, la concentrazione dell'indebitamento in pochi creditori finanziari professionali e la disponibilità del socio indiretto ad apportare risorse in misura pari al sacrificio richiesto al ceto bancario. Sull'ultimo è necessario un chiarimento, poiché nessuna operazione di risanamento prescinde dall'immissione di nuova finanza da parte del socio, pubblico o privato che sia: la disponibilità dell'azionista non è quindi un tratto anomalo del caso Valvitalia, ma una costante delle ristrutturazioni. Ciò che il caso aggiunge è la misura di quell'apporto, ossia settanta milioni di nuova finanza a fronte di settantasette di rinuncia, e la simmetria fra i due importi è il criterio di equità sostanziale su cui il consenso è stato costruito.

Cinque elementi dipendevano invece dalle parti: il rinnovamento del vertice aziendale, l'ingresso nella procedura con un piano industriale già definito, la revisione dei processi produttivi con il conseguente recupero di marginalità, la qualità dell'assistenza professionale e la partecipazione alle trattative di rappresentanti dotati di potere decisionale, sia dal lato del socio sia da quello dei creditori finanziari. È in questo gruppo che si concentra il contributo dell'impresa, poiché la struttura schierata comprendeva Lazard come advisor

³⁹⁵ SOLIDORO, op. cit., slides 9, 10 e 15.

finanziario, lo Studio Gianni Origoni come advisor legale, AlixPartners come advisor industriale e un Chief Restructuring Officer dedicato alla gestione della crisi, e la sua qualità figura fra gli elementi che l'esperto indica come determinanti dell'esito. Tre elementi, infine, appartengono alle istituzioni: la rapidità del procedimento, la celerità del tribunale nell'autorizzare la finanza prededucibile e il ruolo proattivo del collegio sindacale. L'elenco è significativo anche per ciò che non contiene. Non vi figurano la tempestività dell'accesso né l'emersione precoce della crisi.³⁹⁶ Il quadro è coerente con quanto già osservato in sede di diagnosi, poiché la criticità del ritardo è stata superata non attraverso una qualità originaria dell'impresa, ma attraverso la scelta degli strumenti che la norma mette a disposizione.

3.6.3 L'impatto sistemico del caso

Le conclusioni che il caso consente vanno distinte da quelle che non consente.

Il caso dimostra che l'architettura introdotta nel 2021 funziona quando il conflitto si svolge fra pochi soggetti professionali. La sequenza si è verificata nell'ordine previsto: diagnosi industriale in assenza del test quantitativo, finanza interinale prededucibile autorizzata in quindici giorni, trattativa riservata senza pubblicità dello stato di crisi, accordo sottoscritto dall'esperto e quindi stabile rispetto a una successiva procedura. Il collegamento con la Direttiva Insolvency è verificabile su un punto preciso, in quanto prima di qualsiasi altro atto il debitore ha chiesto al tribunale l'autorizzazione a contrarre finanziamenti prededucibili e le linee di firma e di *factoring* sono state erogate soltanto dopo il provvedimento.

Il caso non offre invece un modello trasferibile, e non perché la nuova finanza sia stata di provenienza pubblica. Il socio che ha reso possibile il risanamento è un veicolo del Gruppo Cassa Depositi e Prestiti e il precedente intervento del Patrimonio Rilancio, risalente al 2021, era esso stesso di natura pubblica; ma poiché nessun risanamento prescinde dall'apporto del socio, la natura di quel socio incide sulla dimensione dell'apporto e non sulla struttura dell'operazione. La ragione dell'intrasferibilità è più generale ed è la stessa che vale per qualunque altra crisi, poiché la composizione negoziata è un procedimento a contenuto variabile, il cui esito dipende dalla configurazione del passivo, dal settore, dalla posizione di mercato e dalla disponibilità delle parti, e su ciascuno di questi elementi Valvitalia presenta caratteri propri.

³⁹⁶ SOLIDORO, op. cit., slide 5.

La disponibilità del socio non è un dato che precede l'operazione ma un risultato che l'operazione ha dovuto costruire. Un azionista non impegna settanta milioni di euro in una società con patrimonio netto negativo per la sola ragione di esserne socio, ma lo fa se trova un vertice rinnovato, un piano industriale credibile, una struttura professionale in grado di reggere il negoziato e una configurazione dell'operazione che protegga il valore residuo dell'azienda. Il contributo dell'impresa e dei suoi consulenti sta nell'aver creato le condizioni perché quell'apporto risultasse razionale e nell'averlo ottenuto in misura pari al sacrificio chiesto alle banche, che è la ragione per cui il ceto bancario ha aderito.

Il confronto comparato offre su questo un termine di paragone. Negli Stati Uniti il *DIP financing* è un mercato con operatori specializzati; in Francia il *privilège de la conciliation* svolge una funzione analoga di attrazione di risorse private. In Italia il quadro normativo è oggi comparabile, poiché l'art. 22 CCII offre la prededuzione e la deroga alla postergazione dei finanziamenti soci. Nella manovra Valvitalia, però, non risulta l'intervento di alcun fondo specializzato in ristrutturazioni e l'unico operatore non bancario coinvolto, illimity Bank S.p.A., ha fornito linee di *factoring* e non capitale di rischio.³⁹⁷ Il caso conferma quindi che il perimetro costruito dal legislatore consente di attrarre nuova finanza anche in un mercato in cui l'offerta specializzata è ancora limitata, purché il socio sia disposto a intervenire.

La configurazione del passivo non è stata subita ma valutata. L'adesione è stata prestata dal ceto bancario e, nella procedura della holding, gli altri creditori sono stati soddisfatti integralmente.³⁹⁸ La scelta della composizione negoziata presuppone che il risanamento sia realizzabile ristrutturando il debito finanziario senza incidere su quello commerciale, e tale verifica precede logicamente la scelta dello strumento. Dove quella condizione manchi il consenso unanime non sarebbe raggiungibile e occorrerebbe uno strumento con effetti sui dissenzienti; averlo accertato prima di accedere è parte della correttezza delle scelte compiute.

Considerato nel suo insieme, il contributo del caso sta in una sequenza di scelte tecniche coerenti fra loro, compiute dalla Società e dai professionisti che l'assistevano: la rinuncia alle misure protettive per non sacrificare la riservatezza commerciale, la richiesta al tribunale dell'autorizzazione ai finanziamenti prededucibili prima di ogni altro atto e ottenuta in

³⁹⁷ Valvitalia S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, cit., Relazione sulla gestione, sezione "Accordo di Risanamento". Nessuno dei documenti esaminati registra l'intervento di fondi specializzati in ristrutturazioni nel capitale o nel debito del Gruppo.

³⁹⁸ SOLIDORO, op. cit., slides 8 e 14.

quindici giorni, il ricorso alla sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione per l'intera durata della trattativa con la rinuncia a quella sospensione il giorno precedente la firma, la conclusione nella forma dell'accordo sottoscritto dall'esperto per assicurare l'esenzione dall'azione revocatoria, e il coordinamento delle due procedure mediante l'unicità dell'esperto. Nessuna di queste soluzioni è imposta dalla norma e tutte sono state ricavate dal perimetro che essa delimita: è in questo, più che nella dimensione dell'impresa o nella provenienza delle risorse, che il caso assume rilievo.

Resta la questione aperta dall'analisi degli indicatori. La composizione negoziata ha restituito a Valvitalia il patrimonio netto, la marginalità operativa e l'accesso al credito di firma; non le ha restituito, alla data dell'ultimo bilancio disponibile, la capacità di generare cassa dalla gestione operativa e ha collocato al 31 dicembre 2029 una scadenza che l'autofinanziamento attuale non è in grado di coprire.³⁹⁹ Lo strumento ha prodotto ciò che poteva produrre, cioè tempo e una distribuzione concordata del sacrificio. Se quel tempo sia stato sufficiente è una questione industriale e non giuridica, e la risposta apparterrà all'esercizio 2029.

³⁹⁹ Cfr. *supra*, § 3.5.4.

CONCLUSIONI

Le domande da cui il lavoro ha preso avvio erano due, ed erano state formulate al termine dell'analisi teorica proprio perché quell'analisi non poteva risolverle. La prima riguardava la tenuta della composizione negoziata di fronte a un gruppo industriale con stabilimenti all'estero e commesse internazionali. La seconda riguardava la proporzione fra i benefici misurabili sugli indicatori di bilancio e il sacrificio richiesto ai creditori. Il caso Valvitalia consente di rispondere alla prima in senso affermativo; obbliga invece, sulla seconda, a una risposta più articolata di quella che la formulazione della domanda lascerebbe attendere.

Il vantaggio economico dello strumento si misura per differenza rispetto all'alternativa liquidatoria, ed è su quel confronto che l'adesione dei creditori si è formata. Al 31 dicembre 2022 il patrimonio netto della società era negativo per 39,8 milioni di euro e l'attivo era gravato da immobilizzazioni immateriali di formazione contabile, fra cui i marchi iscritti per 29,3 milioni sulla base della perizia di allocazione dell'*excess cost* della fusione del 2014. Sono valori che in uno scenario liquidatorio si azzerano quasi integralmente, perché un marchio di componentistica industriale separato dall'organizzazione che lo qualifica presso le *vendor list* non ha mercato. Le tre banche del *pool* hanno conservato trenta milioni di euro su un'esposizione ristrutturata che ne valeva centosette, con un tasso di recupero nominale intorno al ventotto per cento, e hanno mantenuto centodiciannove milioni di euro fra linee per firma e *factoring*, cioè la commissione su un'attività che continuava a generare ricavi. Il sacrificio è stato rilevante, con una percentuale di debito ristrutturato del 77,7 per cento sulla società operativa e del cento per cento sulla *holding*, ma il termine di paragone non era la conservazione integrale delle ragioni di credito.⁴⁰⁰

La riduzione dei costi del dissesto si apprezza anche sul piano procedurale, dove il confronto con gli strumenti alternativi è di ordine di grandezza. Il Tribunale di Milano ha autorizzato i finanziamenti prededucibili in quindici giorni, fra l'istanza del 20 dicembre 2022 e il provvedimento del 5 gennaio 2023, e i ventisette milioni di euro effettivamente

⁴⁰⁰ VALVITALIA S.p.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2022*; A. SOLIDORO, *Sintesi delle informazioni rilevanti afferenti le composizioni negoziate di Valvitalia S.p.A. e Valvitalia Finanziaria S.p.A.*, 16 novembre 2023. Si rinvia al Capitolo 3, § 3.4.4.

attivati fra garanzie e smobilizzo crediti sono la misura di ciò che separava l'impresa dal blocco operativo nei tre mesi delle trattative. L'accordo è stato sottoscritto il 30 marzo 2023, cinque settimane prima della scadenza del termine e senza che fosse chiesta alcuna proroga. Nessuna delle alternative disponibili avrebbe consentito di immettere risorse nuove prima dell'omologazione, e nessuna avrebbe evitato l'iscrizione della crisi nel registro delle imprese: per un'impresa che al 31 dicembre 2022 aveva un portafoglio ordini di 186,9 milioni di euro e realizzava l'ottanta per cento del fatturato all'estero, quella pubblicità avrebbe attivato le clausole di solidità finanziaria dei committenti prima ancora che la trattativa cominciasse.

Sul capitale umano la valutazione richiede precisione, perché la formula della conservazione dei posti di lavoro descrive male ciò che è accaduto. L'organico della sola capogruppo è sceso dalle 956 unità del 2017 alle 730 del 2022 e alle 626 del 2023, per risalire a 660 nel 2025; sul perimetro di Gruppo si passa dalle 1.312 persone del massimo espansivo alle circa ottocento del 2023 e alle oltre ottocentocinquanta del 2025. Nello stesso periodo gli stabilimenti italiani sono passati da sei a cinque con la chiusura del sito di Due Carrare. La composizione negoziata non ha quindi conservato l'occupazione anteriore alla crisi e non ha riportato l'impresa allo stato precedente, poiché la conservazione del valore aziendale è passata attraverso una contrazione irreversibile della capacità produttiva. Il confronto pertinente resta però quello con lo scenario alternativo, ed è il confronto che l'amministratore delegato ha in mente quando indica come primo risultato del piano l'aver consentito la sopravvivenza di oltre ottocento dipendenti. Uno strumento di risanamento che interviene su una crisi matura salvaguarda un perimetro ridotto; non ricostituisce quello che il ritardo ha già eroso.⁴⁰¹

Valutare lo strumento non è la stessa cosa che valutare il caso; la composizione negoziata mette a disposizione un insieme di dispositivi fra i quali l'impresa sceglie, e in un procedimento concreto se ne osserva soltanto una parte. Vale allora la pena distinguere le componenti che hanno sostenuto il risanamento da quelle che nessuno ha adoperato, perché anche il mancato uso di un presidio dice qualcosa sulla sua utilità.

⁴⁰¹ VALVITALIA S.P.A., bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2022, 2023 e 2025, relazioni sulla gestione; A. FORZI, dichiarazioni riportate in *Il piano di rilancio per Valvitalia*, "Gruppo Lombardo Cavalieri del Lavoro", 5 luglio 2024. Cfr. Capitolo 3, § 3.1.3.

Tre presidi hanno sostenuto la trattativa. La sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione dell'art. 20 CCII ha permesso di negoziare per mesi con un patrimonio netto negativo per quasi quaranta milioni di euro, quando il diritto societario comune avrebbe imposto di ricapitalizzare o di sciogliere la società. L'autorizzazione dei finanziamenti prededucibili dell'art. 22 ha evitato l'interruzione dell'attività nei tre mesi in cui l'esito era incerto. La conclusione nella forma dell'accordo sottoscritto dall'esperto, ai sensi dell'art. 23, comma 1, lettera c), ha reso stabili gli atti compiuti rispetto a una procedura successiva, e senza quella stabilità nessun creditore avrebbe accettato di rinunciare a settantasette milioni di euro.

Altri tre dispositivi non sono stati utilizzati, per ragioni diverse fra loro. Il test pratico di perseguibilità non è stato svolto per un limite tecnico, dato che un rapporto fra debito e flussi non si calcola quando i flussi vanno in uscita. Le misure protettive dell'art. 18 non sono state richieste perché non servivano: con il debito commerciale regolare e quello finanziario concentrato in nove creditori professionali già presenti al tavolo, lo scudo avrebbe comportato il costo della pubblicità senza un beneficio corrispondente. La composizione negoziata di gruppo dell'art. 25 non è stata attivata perché la sistemazione della catena proprietaria presupponeva l'esito della trattativa sul debito della partecipata, e per quella sequenza la disciplina di gruppo non offre uno strumento; il coordinamento è stato ottenuto in via di fatto, con l'unicità dell'esperto e la chiusura simultanea delle due procedure. Il primo e il terzo caso segnalano un difetto di progettazione, il secondo no, perché un presidio facoltativo che l'impresa valuta e decide di non usare ha comunque svolto la sua funzione.⁴⁰²

Il caso conferma anche la diagnosi da cui l'intero impianto è nato: fra le ragioni del fallimento dei sistemi di allerta del 2019 quella istituzionale era la meno evidente e si è rivelata la più fondata: un collegio di tre professionisti di nomina diversificata, senza meccanismi selettivi né responsabilizzazione reputazionale, produce procedimenti formalmente corretti e sostanzialmente inefficaci. Il Codice ha scelto la strada opposta, con un esperto unico, requisiti di anzianità, obbligo formativo, presidi di indipendenza e onere di indicare nel curriculum le composizioni seguite e il loro esito. Nel caso esaminato è stato l'esperto a fornire la diagnosi industriale che il test quantitativo non poteva dare, a coordinare

⁴⁰² Artt. 18, 20, 22, 23 e 25 CCII; A. SOLIDORO, op. cit. Sui tre profili si veda il Capitolo 3, § 3.6.1, e per il test pratico il Capitolo 2, § 2.1.3.

le due procedure in assenza di uno strumento normativo e a rendere l'accordo stabile con la propria sottoscrizione.

È però anche il punto in cui l'architettura italiana è più esposta, perché fra gli ordinamenti esaminati è quella che affida di più a un singolo professionista e che prevede meno contrappesi. Il Chapter 11 affianca al *debtor in possession* un comitato dei creditori chirografari con poteri di controllo effettivi, indicato dall'American Bankruptcy Institute come modello per le imprese di grandi dimensioni; la composizione negoziata non prevede nulla di simile. In Valvitalia il contrappeso è venuto dalla struttura professionale che l'impresa ha schierato, un *advisor* finanziario, uno legale, uno industriale e un *Chief Restructuring Officer* dedicato, e la sua qualità figura fra gli elementi che l'esperto indica come determinanti dell'esito. Se la tenuta del sistema dipende da risorse che l'impresa acquista sul mercato, l'efficacia dello strumento finisce per dipendere anche dalla capacità di spesa di chi vi accede, il che è un problema per un istituto pensato anche per le imprese sotto soglia.⁴⁰³

Il primo dei limiti che l'analisi ha incontrato riguarda proprio il tempo, e va enunciato nei termini che i dati impongono. La costruzione teorica dell'istituto muove dall'emersione precoce e dal superamento del *late filing*, ed è su quella premessa che il legislatore ha edificato il sistema degli incentivi. Il caso esaminato offre un riscontro solo parziale. L'istanza è del 4 novembre 2022, al termine di un triennio nel quale la società aveva attraversato gli effetti della pandemia e, successivamente, dello shock energetico e geopolitico del 2022, con un margine operativo lordo negativo dal 2020 e un patrimonio netto già eroso. Fra gli undici elementi che l'esperto ha indicato come determinanti della conclusione favorevole non figurano né la tempestività dell'accesso né l'emersione precoce della crisi, un'assenza che segnala come lo strumento sia comunque in grado di operare quando la crisi si manifesta con un'intensità tale da rendere difficile un intervento anticipato. La tempestività riduce il costo del risanamento, e su questo la ratio del Codice è fondata; non è però la condizione da cui l'efficacia dello strumento dipende in via esclusiva, e il Codice stesso lo riconosce quando subordina l'accesso alla ragionevole perseguibilità del

⁴⁰³ Artt. 13 e 17 CCII; sui requisiti e sui compiti dell'esperto, Capitolo 2, § 2.1.2, e sulla ragione istituzionale del fallimento dell'allerta, Capitolo 1, § 1.1.1. Per i contrappesi del modello statunitense, AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, Commission to Study the Reform of Chapter 11, *Final Report and Recommendations*, 2014.

risanamento anziché a un requisito temporale. Ciò che ha reso governabile una crisi di intensità eccezionale è stato l'uso coordinato dei supporti che la norma mette a disposizione: la sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione dell'art. 20 CCII, che ha consentito di negoziare per mesi con un patrimonio netto negativo, l'autorizzazione dei finanziamenti prededucibili dell'art. 22, che ha impedito l'interruzione dell'attività, e la conclusione ai sensi dell'art. 23, comma 1, lettera c), che ha reso stabili gli atti compiuti. Il procedimento non premia il momento in cui l'imprenditore si muove, ma la correttezza delle scelte che compie una volta mosso.⁴⁰⁴

Sulla trasparenza il giudizio coincide invece con quello che le premesse teoriche lasciavano prevedere. La composizione negoziata è riservata verso il mercato e trasparente verso chi siede al tavolo, e questo regime di *disclosure* selettiva è la condizione di funzionamento dell'intero istituto: l'imprenditore deve mettere a disposizione dell'esperto e dei creditori un'informazione completa e aggiornata, mentre le parti sono tenute alla buona fede e a un riscontro tempestivo e motivato. Nessun creditore rinuncia a settantasette milioni di euro su previsioni che non controlla se non dispone degli elementi per verificarle. Gli strumenti con cui Valvitalia ha reso credibile quella rinuncia sono documentati e vale la pena richiamarli, perché nessuno di essi discende automaticamente dalla norma: il piano industriale portato al tavolo già definito e non costruito durante il negoziato, il *Chief Restructuring Officer* poi nominato Responsabile del Monitoraggio con seggio in consiglio, i *report* periodici dell'*advisor* industriale sulla redditività di commessa, il collegio sindacale chiamato a vigilare sugli scostamenti dal piano, i meccanismi di *waterfall* e di *earn out* che rendono il sacrificio definitivo nello scenario di piano e reversibile in quello migliore. Un ordinamento costruito sugli incentivi opera nei confronti di chi ha interesse a essere creduto e assai meno nei confronti di chi intenda soltanto differire l'emersione, e il legislatore del 2021 ha accettato questa contropartita rinunciando all'ipotesi di un controllo eteronomo della crisi.

Restano limiti che il caso ha reso visibili e che nessuna condotta dell'imprenditore è in grado di superare. Il test pratico di perseguibilità non è stato svolto in nessuna delle due procedure, per la ragione che un rapporto fra debito e flussi non è calcolabile quando i flussi vanno in uscita: lo strumento diagnostico predisposto dal legislatore non funziona proprio

⁴⁰⁴ A. SOLIDORO, op. cit.; artt. 20, 22 e 23, comma 1, lett. c), CCII. La ricostruzione analitica del punto è svolta nel Capitolo 3, § 3.2.4.

nelle situazioni in cui la crisi è più grave, e la valutazione industriale della risanabilità deve sostituirlo. La riservatezza, che nel caso si è rivelata decisiva, è praticabile soltanto quando il risanamento può essere ottenuto ristrutturando il debito finanziario senza incidere su quello commerciale, perché l'accordo vincola unicamente chi lo sottoscrive; dove quella condizione manchi, il consenso unanime non è raggiungibile e occorre uno strumento con effetti sui dissenzienti. La nuova finanza, infine, è arrivata da un socio e non dal mercato, ed è su questo punto che il confronto con gli altri ordinamenti risulta più utile.

Il raffronto con gli ordinamenti da cui la composizione negoziata deriva dà esiti diversi a seconda del piano su cui lo si conduce. Sul piano normativo la posizione italiana non è arretrata, e su un punto è più avanzata. Il *privilège de la conciliation* francese, che precede la Direttiva di quindici anni, protegge la nuova finanza solo se l'accordo è omologato, e l'omologazione è pubblica: il debitore francese deve scegliere fra la riservatezza e la protezione di chi lo finanzia. L'art. 22 CCII non impone quella scelta, perché richiede l'autorizzazione del tribunale ma non la pubblicazione dell'accordo, e per un'impresa che realizzava all'estero l'ottanta per cento del fatturato la differenza si è tradotta in un vantaggio economico misurabile. Rispetto alla *Section 364 del Bankruptcy Code* la protezione italiana è invece più debole: non conosce il *priming lien*, cioè la possibilità di posporre un creditore già garantito a favore di chi immette liquidità nuova, e la prededuzione non copre il ricavato dei beni gravati da pegno e ipoteca per la parte destinata ai creditori garantiti. Nelle imprese con il patrimonio interamente vincolato la capacità di attrarre risorse resta perciò limitata.

La differenza che conta di più, però, non sta nelle norme. Negli Stati Uniti il *DIP financing* è un segmento autonomo del mercato finanziario, con operatori specializzati e strategie codificate, e la nuova finanza arriva di regola da chi era già esposto e decide di consolidare la propria posizione per proteggere il valore su cui essa si fonda. Nella manovra Valvitalia non compare alcun fondo specializzato in ristrutturazioni, e l'unico operatore non bancario coinvolto ha fornito linee di *factoring* anziché capitale di rischio. La prededuzione dell'art. 22 esiste, quindi, ma in Italia manca ancora la categoria di operatori che negli altri ordinamenti la utilizza.⁴⁰⁵

⁴⁰⁵ Francia, Code de commerce, art. L611-11; Stati Uniti d'America, 11 U.S.C., § 364; art. 22 CCII. Il confronto è condotto nel Capitolo 1, §§ 1.5.2, 1.5.3 e 1.5.5.

La conseguenza si è vista nella provenienza delle risorse. L'art. 22 CCII consente di autorizzare finanziamenti prededucibili erogati dai soci in deroga alla postergazione dell'art. 2467 c.c., e su questo la scelta italiana si allinea alla prassi statunitense, dove nel Chapter 11 di LATAM Airlines gli azionisti hanno garantito novecento milioni di dollari di *DIP financing*. La soluzione francese è opposta e esclude dal privilegio gli apporti dei soci, per evitare che chi ha concorso a determinare la crisi trasformi in posizione privilegiata ciò che deve restare capitale di rischio. Nel caso esaminato il rischio che quella esclusione intende prevenire non si è manifestato, perché l'apporto è stato in larga parte capitale e la sua misura è risultata simmetrica al sacrificio chiesto al ceto bancario, settanta milioni contro settantasette, ed è su quella simmetria che si è formato il consenso.

Se ne ricava una questione di politica economica più che di diritto della crisi. Il socio che ha reso possibile il risanamento è un veicolo del Gruppo Cassa Depositi e Prestiti, e anche l'intervento precedente, del 2021, era di natura pubblica. Un incentivo costruito per allargare la platea di chi può finanziare un'impresa in difficoltà, se opera soprattutto dove il socio è un investitore istituzionale a capitale pubblico, non ha creato offerta privata, ma l'ha resa superflua proprio dove il capitale pubblico era già disponibile. Le imprese italiane che hanno un azionista con quella capacità patrimoniale sono poche, e per tutte le altre l'art. 22 offre una protezione che al momento nessuno è attrezzato a raccogliere.⁴⁰⁶

L'eredità del caso va misurata con prudenza. Una sola impresa non fonda generalizzazioni statistiche, e la composizione negoziata è per sua natura un procedimento a contenuto variabile: l'esito dipende dalla configurazione del passivo, dal settore, dalla posizione di mercato e dalla disponibilità delle parti, e su ciascuno di questi elementi Valvitalia presenta caratteri propri. Nessuna delle soluzioni adottate è trasferibile in quanto tale. Quello che un caso singolo permette, e che un'analisi su dati aggregati non permetterebbe, è verificare che la sequenza disegnata dal legislatore possa realizzarsi davvero. Si è realizzata nell'ordine previsto, su un'impresa molto più grande di quelle per cui lo strumento era stato pensato nell'agosto del 2021, in una configurazione di gruppo, con

⁴⁰⁶ Art. 2467 c.c. e art. 22 CCII; Francia, Code de commerce, art. L611-11. CDP EQUITY S.P.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2023*. Sul caso LATAM Airlines e sulla prassi dei soci finanziatori, Capitolo 1, § 1.5.3.

stabilimenti all'estero e un passivo finanziario superiore ai cento milioni di euro. Per una misura nata in via d'urgenza per la fase post-pandemica non era un esito scontato.⁴⁰⁷

L'analisi svolta ha limiti che conviene dichiarare, perché incidono sulla portata delle conclusioni. La ricostruzione del procedimento poggia in misura determinante su una fonte interna, cioè la sintesi presentata dall'esperto che lo ha condotto: attendibile quanto alla sequenza dei fatti, ma pur sempre la prospettiva di chi ha diretto la trattativa. I dati contabili sono quelli dei bilanci d'esercizio della capogruppo, che descrivono il perimetro societario e non quello industriale del Gruppo. Gli atti della procedura non sono accessibili, e non lo sono per una ragione che appartiene allo strumento stesso, dato che l'obbligo di riservatezza grava sulle parti e sull'esperto e la composizione negoziata non produce di per sé effetti di pubblicità. Il problema riguarda qualunque ricerca empirica sull'istituto, perché ciò che ne rende possibile il funzionamento ne ostacola la verifica dall'esterno, e i casi documentati restano quelli che i protagonisti hanno scelto di rendere pubblici, cioè in larga prevalenza quelli andati bene. La distorsione da selezione è quindi strutturale, e va tenuta presente nel leggere qualsiasi valutazione fondata su casi noti, compresa questa.⁴⁰⁸

Da questi limiti discendono le direzioni in cui la ricerca potrebbe proseguire. La prima è un'analisi su campione delle composizioni negoziate concluse con esito positivo, condotta sui dati che il sistema camerale raccoglie, per verificare se i fattori indicati come determinanti nel caso esaminato ricorrano con regolarità o siano peculiari di questa vicenda: la concentrazione del passivo in pochi creditori professionali, il piano industriale portato al tavolo già definito, il rinnovamento del vertice, la qualità dell'assistenza professionale. La seconda riguarda l'offerta di finanza specializzata per le imprese in crisi e le condizioni della sua formazione, che è una questione di mercato e non di disciplina. La terza è longitudinale e riguarda il caso stesso, poiché solo il monitoraggio degli esercizi successivi dirà se il tempo acquistato con la trattativa sia stato impiegato per ricostituire la capacità di generare flussi.

Il dato di sistema conferma che lo strumento è entrato nella prassi, poiché le istanze presentate sono passate dalle circa seicento del 2023 alle 1.089 del 2024. Perché quella

⁴⁰⁷ Capitolo 3, § 3.6.3. Sul carattere variabile del procedimento si veda V. ZANICHELLI, *Gli esiti possibili della composizione negoziata*, in *Il Diritto della Crisi*, 26 ottobre 2021.

⁴⁰⁸ A. SOLIDORO, op. cit.; VALVITALIA S.P.A., bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2022, 2023, 2024 e 2025. Sull'obbligo di riservatezza, art. 16, comma 6, CCII e Capitolo 1, § 1.1.2.

crescita si traduca in risanamenti e non soltanto in accessi, l'analisi svolta indica due condizioni. La prima riguarda la formazione di un mercato della nuova finanza per le imprese in crisi, senza il quale la prededuzione dell'art. 22 resta una protezione priva di destinatari e la sorte del risanamento continua a dipendere dalla disponibilità del socio, che nella maggior parte delle crisi italiane non ha la capacità patrimoniale di CDP Equity. La seconda riguarda i tribunali, chiamati a mantenere sui provvedimenti autorizzativi la rapidità che il caso ha documentato: quindici giorni fra istanza e provvedimento sono la misura di ciò che separa un'impresa in trattativa dall'arresto dell'attività, e un ritardo di poche settimane su quel fronte vanifica l'intera costruzione.⁴⁰⁹

Una questione resta aperta, e nessuna valutazione dello strumento può assorbirla. Gli indicatori esaminati documentano un recupero patrimoniale e reddituale che l'alternativa liquidatoria avrebbe escluso, con il patrimonio netto risalito da meno 39,8 a più 43,5 milioni di euro e una marginalità operativa positiva per 13,7 milioni sull'*EBITDA adjusted* del 2025. Non documentano però il ritorno a una gestione capace di autofinanziarsi, e collocano al 31 dicembre 2029 una scadenza unica intorno ai centoventi milioni di euro che i flussi attuali non coprono. La composizione negoziata ha dato quello che poteva dare, cioè tempo e una distribuzione concordata del sacrificio fra chi aveva prestato e chi aveva investito. Il resto dipende dall'impresa e dalla sua capacità di tornare a generare margine, che è una questione industriale e non giuridica: nel caso esaminato la risposta arriverà con l'esercizio 2029.⁴¹⁰

⁴⁰⁹ UNIONCAMERE, *Crisi d'impresa: boom della composizione negoziata, riprendono a crescere le liquidazioni giudiziali*, 9 aprile 2025.

⁴¹⁰ VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, relazione sulla gestione. I dati sono riportati nella Tabella 2 del Capitolo 3, § 3.5.4.

Bibliografia

1. Fonti normative

Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione.

Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali.

Regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, artt. 67 e 169-*bis*.

Codice civile, artt. 2086, 2346, 2364, 2399, 2403, 2407, 2446, 2447, 2467, 2497-*quinquies*, 2560.

Codice di procedura civile, artt. 737 ss.

Legge 19 ottobre 2017, n. 155, recante delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza.

Decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in particolare artt. 2, 3, 4, 5, 6, 12-25, 25-*bis*, 40, 48, 54, 57, 60, 61 e 63.

Decreto legislativo 26 ottobre 2020, n. 147, primo correttivo al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, convertito con modificazioni dalla legge 17 luglio 2020, n. 77, art. 27.

Decreto legge 24 agosto 2021, n. 118, convertito con modificazioni dalla legge 21 ottobre 2021, n. 147, recante misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale, in particolare artt. 2, 3, 4, 6, 7, 8, 9, 10 e 14.

Decreto dirigenziale del Ministero della Giustizia 28 settembre 2021, recante la lista di controllo particolareggiata, il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento, il protocollo di conduzione della composizione negoziata e la disciplina della formazione degli esperti.

Decreto legislativo 17 giugno 2022, n. 83, secondo correttivo al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, di recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023.

Decreto legislativo 13 settembre 2024, n. 136, terzo correttivo al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Stati Uniti d’America, Bankruptcy Code, 11 U.S.C., in particolare §§ 361, 363, 364, 503, 507, 721, 1108, 1122, 1124, 1126, 1129, 1183 e 1184.

Stati Uniti d’America, Small Business Reorganization Act of 2019, Pub. L. 116-54.

Stati Uniti d’America, Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, Pub. L. 116-136.

Francia, Code de commerce, Livre VI, Titre Ier, artt. L611-3, L611-4, L611-6, L611-7, L611-8, L611-11, L611-15 e L611-16, nonché artt. L622-17 e L641-13.

Francia, loi n. 2005-845 del 26 luglio 2005, de sauvegarde des entreprises.

Francia, ordonnance n. 2014-326 del 12 marzo 2014, portant réforme de la prévention des difficultés des entreprises et des procédures collectives.

Francia, ordonnance n. 2021-1193 del 15 settembre 2021, portant modification du livre VI du code de commerce.

Germania, Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (StaRUG), 22 dicembre 2020, in vigore dal 1 gennaio 2021.

2. Documenti ufficiali, relazioni e materiali istituzionali

Relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo recante modifiche al Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza in attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023 (D.Lgs. 17 giugno 2022, n. 83).

CORTE DI CASSAZIONE, Ufficio del Massimario e del Ruolo, Relazione del 10 gennaio 2025 sul Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza.

CORTE DI CASSAZIONE, Ufficio del Massimario e del Ruolo, *Fallimento ed altre procedure concorsuali in genere. Correttivo ter al Codice della crisi di impresa e dell’insolvenza. Modifiche e finalità del d.lgs. n. 136 del 2024*, Relazione del 30 gennaio 2025.

AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, Commission to Study the Reform of Chapter 11, *Final Report and Recommendations*, 2014.

UNITED STATES SENATE, Senate Report n. 95-989, lavori preparatori al Bankruptcy Reform Act of 1978.

INSOL EUROPE, *EU Directive on Restructuring and Insolvency Implementation Tracker*, aggiornamento a maggio 2021.

UNIONCAMERE, *Crisi d’impresa: boom della composizione negoziata, riprendono a crescere le liquidazioni giudiziali*, 9 aprile 2025.

CONSIGLIO SUPERIORE DELLA MAGISTRATURA (CSM), risposte a quesito n. 34/20/2021 e n. 4/XX/2022, in materia di designazione della componente togata nelle commissioni di nomina dell'esperto.

SENATO DELLA REPUBBLICA, note di lettura al disegno di legge A.S. 2371, p. 12.

Il caso Sampdoria. Dalla composizione negoziata della crisi all'accordo di ristrutturazione dei debiti a efficacia estesa con transazione fiscale, atti e provvedimenti relativi alla Unione Calcio Sampdoria S.p.A., comprendenti il ricorso ex artt. 40, 48, 57, 61 e 63 CCII depositato presso il Tribunale di Genova e la relazione finale dell'esperto del 10 agosto 2023.

CDP EQUITY S.P.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2023*.

VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2018*.

VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019*, estratto AIDA del 3 settembre 2020.

VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020*, estratto AIDA del 25 novembre 2021.

VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2021*, estratto AIDA del 1° giugno 2023.

VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2022*, estratto AIDA.

VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2023*, estratto AIDA del 18 dicembre 2024, comprensivo di Relazione sulla gestione, Nota integrativa e Prospetti contabili.

VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2024*, comprensivo di Relazione sulla gestione, Nota integrativa e Rendiconto finanziario.

VALVITALIA S.P.A., *Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2025*, comprensivo di Relazione sulla gestione, Relazione del Collegio Sindacale all'assemblea degli azionisti e verbale dell'assemblea dei soci.

VALVITALIA S.P.A., comunicato stampa *Approvato il piano di rilancio del Gruppo Valvitalia*, 31 marzo 2023.

VALVITALIA S.P.A., comunicato stampa sui risultati dell'esercizio 2023, 8 maggio 2024.

VALVITALIA S.P.A., comunicato stampa sui risultati dell'esercizio 2024, 13 maggio 2025.

VALVITALIA S.P.A., comunicato stampa *Valvitalia Group: approvato il bilancio 2025*, 14 maggio 2026.

3. Giurisprudenza

Tribunale di Roma, 24 dicembre 2021, in Dejure.

Tribunale di Firenze, 29 dicembre 2021, in Dejure.

Tribunale di Milano, 24 febbraio 2022, in Il Diritto della Crisi.

Tribunale di Genova, decreto 14 agosto 2023, giudice delegato Tabacchi, caso Unione Calcio Sampdoria.

Tribunale di Genova, sentenza 13 ottobre 2023, n. 132, caso Unione Calcio Sampdoria.

Tribunale di Torino, 5 dicembre 2023.

Tribunale di Imperia, 20 febbraio 2024.

Tribunale di Milano, 7 luglio 2024.

Tribunale di Roma, sez. XIV, ordinanza 19 marzo 2025, estensore Miccio.

Tribunale di Padova, sez. I, 12 settembre 2025, giudice Amenduni.

Tribunale di Lanciano, 17 ottobre 2025, n. 82, estensore D'Alfonso.

Tribunale di Trieste, sez. spec. impresa, ordinanza 11 dicembre 2025, R.G. 3676.

4. Dottrina, contributi e materiali didattici

ANDREANI G., *Composizione negoziata della crisi*, PwC TLS, presentazione del 14 febbraio 2022.

ARTUSO E., BOGONI R., *Brevi spunti ricostruttivi sugli obblighi delle banche nella crisi d'impresa, alla luce della nuova composizione negoziata della crisi*, in *Diritto della Crisi*, 28 gennaio 2022, p. 11 (citato in MANZINI N., CARELLI F., op. cit.).

BENEDETTI L., *La disciplina della nuova finanza nella composizione negoziata*, in IRRERA M., CERRATO S.A. (diretto da), *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, Zanichelli, 2022, p. 291 ss.

BONAPFEL P.W., *A Guide to the Small Business Reorganization Act of 2019*, in *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 93, 2019, p. 571 ss.

BONFATTI S., *Profili della composizione negoziata della crisi d'impresa*, in *Il Diritto della Crisi*, 22 febbraio 2022, p. 4 (citato in MANZINI N., CARELLI F., op. cit.).

BROGI R., *Le autorizzazioni e la rideterminazione delle condizioni contrattuali*, in *Il Fallimento*, n. 12, 2021, p. 1553.

CNDCEC - CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Osservatorio internazionale crisi di impresa*, Bollettino n. 4, luglio 2021, realizzato con la partecipazione della Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

D'ATTORRE G., *La concorsualità "liquida" nella composizione negoziata*, in *Il Fallimento*, n. 3, 2022, p. 301 ss. (citato in MANZINI N., CARELLI F., op. cit.).

DI MARZIO F., *Crisi, contratti e ristrutturazione*, in *Il Diritto della Crisi*, 19 novembre 2021 (citato in MANZINI N., CARELLI F., op. cit.).

FERRARI M., *Composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa. La disciplina dell'istituto: i presupposti oggettivi e soggettivi, la nomina e i poteri dell'esperto, le misure protettive, la conclusione delle trattative*, in *Altalex*, 2 maggio 2025.

FRANCO V., *Business Plan, DSCR e Piani di Risanamento*, materiali del corso di formazione per dottori commercialisti, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Brescia, 9 marzo 2022.

GRECO G., DE MEDIO E., *Misure protettive e cautelari nella composizione negoziata*, in *Il Professionista. Imprese e Codice della Crisi*, n. 5, aprile 2026, *Il Sole 24 ORE Professionale* e Fondazione ADR Commercialisti, pp. 5-10.

GRIECO F., *La procedura del Chapter 11 del Bankruptcy Code statunitense: un contesto in continua evoluzione*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 6/2024, Parte I, Dottrina, p. 40 ss.

GUIDOTTI R., *La sospensione degli obblighi relativi al capitale e della causa di scioglimento collegata*, in IRRERA M., CERRATO S. (diretto da), *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, Zanichelli, 2022, p. 168 ss.

GUIOTTO A., contributo sulla *disclosure* della situazione di crisi e sulle sue conseguenze sull'operatività bancaria, citato in MANZINI N., CARELLI F., op. cit., p. 6.

Il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento, in *RATIO-Evo*, n. 1/2022, Centro Studi Castelli, pp. 4-7.

MANGANELLI P., *Gestione delle crisi di impresa in Italia e negli Stati Uniti: due sistemi fallimentari a confronto*, in *Il Fallimento*, 2011, n. 2, p. 136 ss.

MANGANELLI P., *Chapter 11 e Raccomandazione della Commissione del 12 marzo, un confronto*, in *Il Fallimento*, 2015, n. 10, p. 1136 ss.

MANSOLDO S., *Trasferimento d'azienda e rinegoziazione dei contratti*, in IRRERA M., CERRATO S.A. (diretto da), *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, Zanichelli, 2022, p. 188 ss.

MANZINI N., CARELLI F., *Il ruolo dei creditori nella composizione negoziata*, in Ristrutturazioni Aziendali, 28 marzo 2022, pp. 3-15.

MUSERRA A.L., *Crisi, risanamento e reporting*, materiali didattici dei corsi di laurea magistrale in Economia, Finanza e Impresa e in Gestione strategica e Marketing Digitale, A.A. 2025-2026.

NASTRI A., *Le autorizzazioni del Tribunale nella composizione negoziata della crisi*, in Il Diritto della Crisi, 23 marzo 2022.

NEXUMSTP, *La nuova composizione negoziata della crisi d'impresa*, ebook.

NIGRO T., *La fase introduttiva del percorso di composizione negoziata, le prime indicazioni operative e la conclusione anticipata della procedura*, in Diritto della Crisi, 10 febbraio 2022, p. 9 (citato in MANZINI N., CARELLI F., op. cit.).

PAGNI I., FABIANI M., osservazioni sull'assenza di concorsualità e di spossessamento nella composizione negoziata, riportate in MANZINI N., CARELLI F., op. cit., p. 5, nota 11.

POMPEI P., *Trasparenza, rotazione ed efficienza nelle procedure di nomina dell'esperto*, in Il Professionista. Imprese e Codice della Crisi, n. 5, aprile 2026, Il Sole 24 ORE Professionale e Fondazione ADR Commercialisti, pp. 11-15.

Rassegna di giurisprudenza, in Il Professionista. Imprese e Codice della Crisi, n. 5, aprile 2026, pp. 72-76.

STRAMEZZI F., RUGGIERI M., *Test pratico di risanamento: vantaggi, limiti e visione strategica*, in Tax Newsletter, Rödl & Partner, 18 settembre 2025.

VALLENDER H., *Nuove disposizioni opzionali tedesche di ristrutturazione per le aziende in crisi*, in CNDCEC, Osservatorio internazionale crisi di impresa, Bollettino n. 4, luglio 2021, p. 69 ss. (versione italiana del contributo pubblicato in MDR, Heft 4, 2021, p. 201).

WARREN E., WESTBROOK J.L., *The success of Chapter 11: a challenge to the critics*, in Michigan Law Review, vol. 107, 2009, p. 603 ss.

ZANICHELLI V., *Gli esiti possibili della composizione negoziata*, in Il Diritto della Crisi, 26 ottobre 2021, p. 4 (citato in MANZINI N., CARELLI F., op. cit.).

5. Articoli di stampa e interviste

FICCO C., *Il Gruppo Valvitalia e il piano di rilancio in cinque punti*, in "AziendaTop", 29 agosto 2023.

FORZI A., dichiarazioni riportate in *Il piano di rilancio per Valvitalia*, in “Gruppo Lombardo Cavalieri del Lavoro”, 5 luglio 2024, che riprende un’intervista pubblicata in “Industria Italiana”.

GIURA G.M., *Valvitalia vede la luce, nuova finanza in arrivo dall’azionista Cdp e riassetto del debito con le banche*, in “BeBeez”, 14 febbraio 2023.

RUGGERI S., dichiarazioni riportate in *Valvitalia, la sfida dei nuovi mercati: “C’è un futuro anche oltre il gas”*, in “Il Giorni”, 20 giugno 2024.

SOLIDORO A., *Sintesi delle informazioni rilevanti afferenti le composizioni negoziate di Valvitalia S.p.A. e Valvitalia Finanziaria S.p.A.*, presentazione nell’ambito dell’incontro “La composizione negoziata per la crisi d’impresa. I casi di successo della composizione negoziata”, 16 novembre 2023.

Tutti gli advisor del piano di rilancio del gruppo Valvitalia, in “Financecommunity”, 31 marzo 2023.

Valvitalia, l’azienda che sfida i colossi delle valvole Oil and Gas, in “Panorama”, 14 maggio 2017.

Valvitalia, spirito americano, in “la Provincia Pavese”, 24 novembre 2010.

6. Siti internet

www.valvitalia.com, sezione *Chi siamo*, ultimo accesso: 22/07/2026.

www.valvitalia.com, sezione *Home page*, ultimo accesso: 03/08/2026.

www.valvitalia.com, sezione *La nostra storia*, ultimo accesso: 09/07/2026.

