



Dipartimento di GIURISPRUDENZA

Cattedra di DIRITTO DELLE CRISI D'IMPRESA

**LA COMPOSIZIONE NEGOZIATA DELLA CRISI E LA
CENTRALITÀ DELLA NUOVA FINANZA: IL RUOLO DEI FONDI
DI TURNAROUND NEL RISANAMENTO DELL'IMPRESA**

RELATORE

Chiar.mo Prof.

Vincenzo De Sensi

CANDIDATO

Filippo Fornari

Matr. 170013

CORRELATORE

Chiar.mo Prof.

Nicola De Luca

ANNO ACCADEMICO 2024/2025

INDICE:

INTRODUZIONE.....	4
--------------------------	----------

CAPITOLO I

1.1 – La trasformazione del concetto di crisi d’impresa e la centralità della continuità aziendale.....	6
1.2 – Il Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza e il recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023.....	9
1.3 – Natura giuridica della composizione negoziata della crisi e avvio della procedura.....	11
1.4 – L’assenza di requisiti di accesso in senso tecnico.....	13
1.5 – Il ruolo dell’esperto negoziatore nella composizione negoziata della crisi.....	15
1.6 – Le misure protettive e cautelari e la gestione del rapporto con i creditori nella composizione negoziata della crisi.....	20
1.7 – Possibili esiti della composizione negoziata.....	28
1.8 – Criticità applicative della composizione negoziata e questioni sistemiche emergenti: la testimonianza di tre esperti negoziatori.....	32

CAPITOLO II

2.1 – La funzione sistemica della nuova finanza nei percorsi di risanamento.....	40
2.2 – Continuità aziendale e accesso al finanziamento nei processi di risanamento.....	46
2.3 – Prededuzione e allocazione del rischio nei finanziamenti all’impresa in crisi.....	49
2.4 – Governance e riorganizzazione degli assetti nei percorsi di risanamento.....	60
2.5 – Segnali di finanziabilità: prospettive operative da un investitore specializzato.....	67

CAPITOLO III

3.1 – Il turnaround come operazione economica di creazione e recupero del valore.....	72
3.2 – I fondi di turnaround come attori specializzati del risanamento.....	77
3.3 – Struttura finanziaria dell’intervento e strumenti di governo del rischio.....	84

3.4 – Struttura finanziaria dell'intervento e strumenti di governo del rischio.....	91
3.5 – Il caso Noberasco: inquadramento dell'impresa e del contesto settoriale.....	93
3.6 – Origine e manifestazione della crisi.....	95
3.7 – La crisi finanziaria: struttura del debito e fattori di vulnerabilità.....	96
3.8 – Il risanamento e l'intervento dell'investitore specializzato.....	98
3.9 – Il caso Noberasco tra continuità aziendale e logica del turnaround.....	101

CAPITOLO IV

4.1 – Il bilancio di un nuovo paradigma del diritto della crisi.....	108
4.2 – Il ruolo della nuova finanza nella gestione della crisi alla luce del mutato paradigma.....	110
4.3 – I fondi di turnaround nel nuovo sistema della crisi d'impresa.....	111
4.4 – Limiti strutturali e criticità applicative.....	114

CONCLUSIONI.....	116
-------------------------	------------

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone di analizzare la composizione negoziata della crisi quale strumento centrale del nuovo diritto della crisi d'impresa, assumendola come chiave di lettura del più ampio mutamento di paradigma che ha interessato la disciplina concorsuale. L'attenzione è rivolta, in particolare, alla funzione che tale istituto svolge nella tutela della continuità aziendale e nella preservazione del valore economico e sociale dell'impresa, collocandosi nel solco di un'evoluzione normativa che accentua il ricorso a strumenti negoziali e di regolazione anticipata della crisi.

L'obiettivo della ricerca non è solo descrittivo, ma anche critico e ricostruttivo. L'indagine mira a verificare se il nuovo impianto normativo, ispirato alla Direttiva (UE) 2019/1023 e recepito nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII), sia effettivamente in grado di intercettare la crisi in una fase precoce e di governarla attraverso strumenti idonei a evitare la distruzione di valore che ha storicamente caratterizzato le procedure liquidatorie. In questa prospettiva, la composizione negoziata non viene considerata come un istituto isolato, ma come il punto di convergenza tra razionalità giuridica, logiche economiche e dinamiche di mercato.

L'approccio è prevalentemente giuridico e si fonda sull'analisi delle fonti normative, dottrinali e giurisprudenziali. Tuttavia, la trattazione non si esaurisce in una mera ricostruzione tecnica o puramente sistematica. Accanto allo studio delle categorie concettuali, l'elaborato attribuisce rilievo alla prassi applicativa e al confronto con l'esperienza concreta degli operatori del settore, anche attraverso il ricorso a interviste e testimonianze di professionisti coinvolti nei processi di risanamento d'impresa. Tale approccio consente di cogliere le implicazioni operative dell'istituto e di mettere in luce le principali criticità che emergono nella sua applicazione.

Un ruolo centrale è inoltre assegnato all'analisi di casi pratici, ritenuti essenziali per valutare l'effettiva capacità della composizione negoziata di realizzare gli obiettivi perseguiti dal legislatore. In particolare, l'elaborato prende in esame l'esperienza di risanamento del gruppo Noberasco¹, utilizzata come *case history* per verificare

¹Si veda [Noberasco: Valori, Qualità e Gusto Autentico - Noberasco](#), società leader del mercato italiano della frutta secca

concretamente la funzione dell'istituto quale spazio giuridico per operazioni di ristrutturazione e turnaround, anche attraverso l'ingresso di finanza specializzata.

In quest'ottica, la ricerca dedica un'accurata riflessione al ruolo assunto dai fondi di turnaround² nei processi di risanamento d'impresa. Tali operatori, specializzati nell'intervento in situazioni di crisi o di squilibrio economico-finanziario, agiscono all'interno delle cornici giuridiche predisposte dal diritto della crisi, contribuendo al risanamento dell'impresa e alla salvaguardia della continuità aziendale.

Il Capitolo I svolge una funzione introduttiva e sistematica, ricostruendo l'evoluzione del concetto di crisi d'impresa e chiarendo il significato della continuità aziendale quale valore giuridico ed economico nel nuovo diritto della crisi. Muovendo da tale inquadramento, l'analisi si focalizza sulla composizione negoziata della crisi l'espressione più significativa del mutamento di paradigma, approfondendone progressivamente la natura, le finalità e il ruolo nel sistema. La ricostruzione si sviluppa dal piano teorico e generale a quello più propriamente tecnico, esaminando la disciplina dell'istituto, i presupposti di accesso e le principali fasi di svolgimento della procedura, così da offrire una lettura complessiva e coerente della composizione negoziata come strumento di emersione e gestione anticipata della crisi.

I capitoli successivi, a seguire, sono dedicati all'approfondimento del rapporto tra diritto della crisi e nuova finanza, con particolare riferimento al ruolo dei fondi di turnaround, nonché allo sviluppo dell'analisi del caso di studio selezionato, volto a verificare in chiave applicativa l'effettività dei modelli di intervento esaminati.

L'obiettivo finale è comprendere se e come il nuovo diritto della crisi, coadiuvato da investitori specializzati, sia effettivamente in grado di trasformare la crisi d'impresa da evento liquidatorio a opportunità di ristrutturazione e rigenerazione del valore. In definitiva comprendere in che misura la composizione negoziata possa rappresentare uno strumento credibile ed efficace per realizzare tale finalità nel contesto economico contemporaneo e futuro.

² A. GERVASONI - F. SATTIN, *Private Equity e Venture Capital Manuale di Investimento nel Capitale di Rischio*, Guerini, Milano, 2015: «l'attività di questi operatori specializzati consiste nel finanziare e guidare il processo di ristrutturazione di un'impresa in perdita e/o in uno stato di stress finanziario al fine di riportarla ad essere profittevole e finanziaria mente stabile»

CAPITOLO I

Sommario:

1.1. La trasformazione del concetto di crisi d'impresa e la centralità della continuità aziendale. – 1.2. Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e il recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023. – 1.3. Natura giuridica della composizione negoziata della crisi e avvio della procedura. – 1.4. L'assenza di requisiti di accesso in senso tecnico. – 1.5. Il ruolo dell'esperto negoziatore nella composizione negoziata della crisi. – 1.6. Le misure protettive e cautelari e la gestione del rapporto con i creditori nella composizione negoziata della crisi. – 1.7. Possibili esiti della composizione negoziata. – 1.8. Criticità applicative della composizione negoziata e questioni sistemiche emergenti: la testimonianza di tre esperti negoziatori

1.1 - La trasformazione del concetto di crisi d'impresa e la centralità della continuità aziendale

L'instabilità politica, la volatilità dei mercati, i conflitti geopolitici, le crisi sanitarie globali e le profonde trasformazioni dei modelli produttivi e dei costumi sociali hanno progressivamente modificato, in modo strutturale, il significato del concetto di “crisi d'impresa”. Da evento eccezionale e socialmente stigmatizzato, la crisi si è trasformata in una condizione sempre più frequente e, talvolta, fisiologica del ciclo di vita dell'impresa. In questo scenario, la crisi tende a perdere la propria connotazione esclusivamente patologica, assumendo i tratti di una fase possibile dell'evoluzione aziendale, strettamente connessa alla complessità dei mercati contemporanei, non rappresentando più necessariamente il preludio alla dissoluzione dell'attività economica, ben potendo al contrario costituire una fase di discontinuità, di riorganizzazione e, auspicabilmente, di rigenerazione.

Questo mutamento di prospettiva ha imposto una revisione profonda delle categorie tradizionali del diritto concorsuale, storicamente orientate ad una logica prevalentemente liquidatoria e sanzionatoria. Il superamento di tale impostazione si rende necessario per adeguare l'ordinamento a un'economia caratterizzata da mutamenti rapidi e da una crescente interdipendenza tra imprese e mercati.

Il diritto della crisi, così come concepito nel paradigma novecentesco, era costruito intorno all'idea di insolvenza irreversibile e alla tutela del ceto creditorio attraverso la liquidazione del patrimonio del debitore; impostazione che, sebbene coerente con un'economia fondata prevalentemente su *asset* materiali e strutture produttive statiche, risulta oggi desueta per governare fenomeni economici complessi, caratterizzati da cicli rapidi, centralità del capitale immateriale ed internazionalizzazione. In particolare, la crescente rilevanza di elementi immateriali rende spesso insufficiente una tutela fondata esclusivamente sulla dimensione patrimoniale dell'impresa.

Il concetto moderno di crisi, pertanto, vede il periodo di squilibrio economico non necessariamente come un evento da apprezzare esclusivamente nella sua dimensione patologica, quale sintomo prodromico di una procedura liquidatoria, quanto piuttosto come una frizione fisiologica fra impresa e mercato. Essa può derivare da fattori esogeni all'azienda³, quali mutamenti improvvisi della domanda, conflitti o fattori geo-politici, crisi sanitarie, ovvero da ragioni endogene, quali tensioni finanziarie repentine o ancora da errori strategici reversibili. In questo contesto, l'intervento dell'ordinamento non può limitarsi alla gestione terminale dell'insolvenza, ma deve anticipare l'emersione delle difficoltà e offrire strumenti idonei a preservare il valore economico e sociale dell'attività produttiva nonché la continuità aziendale.

La continuità può essere definita come la capacità dell'impresa di proseguire la propria attività economica in un orizzonte temporale prevedibile, mantenendo l'equilibrio dei fattori produttivi e la sostenibilità economico-finanziaria della gestione. Essa si configura, pertanto, come presupposto essenziale per la conservazione del valore dell'impresa nel tempo.⁴

La continuità aziendale non costituisce soltanto una nozione di matrice contabile, ma assume una rilevanza giuridica autonoma e sistemica; essa costituisce oggi un valore fondamentale dell'ordinamento economico, la cui tutela risponde non solo all'interesse

³ Si pensi, ad esempio, che in base alle rilevazioni della Borsa Merci di Bologna, punto di riferimento in Italia per le contrattazioni fisiche dei prodotti agricoli, rispetto alle rilevazioni del 17 febbraio, ultima settimana prima dell'inizio della guerra, il 25 marzo il grano tenero registrava un aumento del 32,9%.

⁴ E. RICCIARDIELLO, *Sustainability and Going Concern: «Sostenibilità [...] diviene sinonimo di lungo termine, ovvero della necessità di approntare sin dal momento costitutivo dell'impresa strumenti idonei a garantire la continuità aziendale quale attitudine dell'impresa a restare sul mercato nel tempo»* in *Ristrutturazioni Aziendali*, 13 ottobre 2021, p. 6.

dell'imprenditore, ma anche a quello dei creditori, dei lavoratori, del fisco e, più in generale, del sistema economico nel suo complesso. In questa prospettiva, la continuità diviene uno strumento di protezione di interessi diffusi, che trascendono la dimensione individuale dell'impresa.⁵

A differenza della liquidazione, che comporta inevitabilmente la dispersione del complesso aziendale, la perdita di competenze, di relazioni economiche e capitale umano, la conservazione della continuità consente di preservare il valore complessivo dell'impresa, inteso non solo come patrimonio, ma come organismo produttivo organico. In tal senso, la liquidazione rappresenta una forma di distruzione di valore sistemica, mentre la prosecuzione dell'attività costituisce una modalità di tutela e rigenerazione dello stesso. Tale differenza appare particolarmente evidente nelle imprese inserite in filiere produttive complesse e specializzate.⁶

Particolarmente significativo è il mutamento del rapporto tra continuità aziendale e tutela dei creditori. Nel modello tradizionale, la garanzia dei creditori era identificata prevalentemente nel patrimonio del debitore o nel capitale sociale, intesi come garanzie statiche. Oggi, tale impostazione appare insufficiente, soprattutto in un contesto caratterizzato dalla diffusione di società a responsabilità limitata talvolta sottocapitalizzate⁷.

La vera garanzia dei creditori diviene, allora, la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa prospettici e di adempiere regolarmente alle obbligazioni attraverso la

⁵ S. PACCHI, *Sostenibilità, continuità aziendale e procedure di insolvenza: una prospettiva Internazionale*, : «In questa prospettiva, la ristrutturazione non è soltanto uno strumento di risanamento patrimoniale, ma un processo di rigenerazione del valore complessivo, nel quale gli interessi dei creditori e dei soci si bilanciano con quelli dei lavoratori, delle comunità locali e dell'ambiente.» in *Ristrutturazioni aziendali*, 2025, pag.3

⁶ Un esempio emblematico di filiera produttiva ad alta intensità di know-how umano è rappresentato dall'industria del cashmere di alta gamma, nella quale il valore dell'impresa risiede in anche nelle competenze di maestri artigiani tessili e di addetti altamente specializzati, formati nel tempo e difficilmente sostituibili.

⁷ [Il 9,7% delle imprese italiane ha bisogno di un aumento del capitale sociale](#) «La pandemia peggiora ulteriormente la situazione, anche se Banca d'Italia, che usa dati Cerved, afferma che anche senza l'emergenza nel 2020 la proporzione di imprese senza capitali sufficienti sarebbe salita comunque al 9,7%, probabilmente a causa del forte rallentamento della crescita dei due anni precedenti, ma il Covid19 ha fatto in modo che tale numero salisse ulteriormente.»

prosecuzione dell'attività. La continuità aziendale si configura così come una garanzia dinamica, fondata sulla sostenibilità futura dell'impresa piuttosto che sulla mera consistenza del patrimonio esistente. In tale ottica, ed è questa la vera rivoluzione copernicana rispetto all'approccio tradizionale, la tutela del credito si intreccia indissolubilmente con la tutela della continuità.

1.2 – Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e il recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023

L'evoluzione del concetto di crisi e la centralità attribuita alla continuità aziendale hanno determinato un vero e proprio cambio di paradigma. La disgregazione del complesso aziendale come epilogo quasi naturale del momento di crisi viene progressivamente sostituito da una visione orientata al risanamento e alla prevenzione, sulla scorta di una modernizzata visione dell'insuccesso economico, non più considerato necessariamente una "colpa" o uno "stigma" per l'imprenditore.

La centralità della ristrutturazione preventiva come strumento di tutela della continuità aziendale trova, infatti, un fondamento sistematico nella Direttiva (UE) 2019/1023, che segna un passaggio decisivo nel processo di armonizzazione europea del diritto della crisi d'impresa. L'intervento del legislatore europeo muove dalla consapevolezza che le differenze tra gli ordinamenti nazionali in materia di insolvenza, ristrutturazione ed esdebitazione costituiscano un ostacolo al corretto funzionamento del mercato interno, incidendo negativamente sulla libertà di stabilimento, sulla circolazione dei capitali e, più in generale, sulla propensione agli investimenti. In tale prospettiva, la Direttiva mira a promuovere quadri di ristrutturazione preventiva efficaci e accessibili in una fase precoce della difficoltà finanziaria, così da consentire alle imprese ancora economicamente sostenibili di proseguire l'attività, evitando il ricorso a soluzioni liquidatorie non sempre necessarie e non sempre inevitabili.

Il presupposto concettuale dell'intervento europeo è rappresentato dal superamento di una visione "pessimistica" della crisi, a favore di un approccio funzionale orientato alla conservazione del valore complessivo dell'impresa. La ristrutturazione preventiva non è, infatti, concepita come un rimedio eccezionale, bensì come uno strumento fisiologico di gestione delle situazioni di squilibrio, idoneo a massimizzare il soddisfacimento dei creditori rispetto allo scenario liquidatorio e, al contempo, a preservare posti di lavoro, competenze e *know-how*. In questa logica, la Direttiva attribuisce rilievo decisivo alla

tempestività dell'intervento, sottolineando come l'accesso anticipato a strumenti di ristrutturazione riduca il rischio di accumulo di crediti deteriorati e attenui l'impatto sistemico delle crisi d'impresa sul settore finanziario e sull'economia nel suo complesso.

L'impostazione europea valorizza, inoltre, il ruolo della sostenibilità economica quale criterio selettivo dell'accesso ai quadri di ristrutturazione preventiva; in altri termini, i tentativi di risanamento risultano giustificati e devono essere perseguiti soltanto laddove l'impresa presenti concrete prospettive di continuità, mentre le imprese prive di possibilità di recupero devono essere avviate tempestivamente a procedure liquidatorie, al fine di evitare un'ulteriore distruzione di valore a danno dei creditori e degli altri portatori di interessi.⁸

Ne emerge una concezione della crisi coerente con il paradigma della continuità aziendale come valore giuridico ed economico condizionato, che richiede non solo strumenti procedurali adeguati, ma anche l'apporto di risorse finanziarie e competenze specialistiche idonee a rendere effettivo il percorso di ristrutturazione. In tale quadro, la Direttiva fornisce il fondamento sovranazionale per modelli di intervento che, come la composizione negoziata della crisi, istituto diffusamente illustrato nel prosieguo della presente trattazione, si collocano a monte dell'insolvenza e presuppongono l'interazione tra disciplina concorsuale, *governance* dell'impresa e nuova finanza, inclusa quella di *turnaround*.

Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza si inserisce pienamente in questo processo evolutivo. Con il d.lgs. n. 14/2019 e le successive modifiche, il legislatore italiano ha operato una riforma organica del sistema concorsuale, orientandolo esplicitamente verso la prevenzione e la tutela della continuità aziendale. La riforma segna un netto distacco rispetto al tradizionale impianto fallimentare.

Tale riforma trova il proprio fondamento sovranazionale nella Direttiva (UE) 2019/1023, che ha imposto agli Stati membri l'introduzione di quadri di ristrutturazione preventiva, finalizzati a consentire all'imprenditore di intervenire prima dell'insolvenza irreversibile.

⁸Artt. 1 ss. Direttiva Insolvency 2019/1023 [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, e che modifica la direttiva \(UE\) 2017/ 1132 \(direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza\)](#)

La direttiva promuove una cultura della tempestività e della “*second chance*”, riconoscendo che l’insuccesso economico non deve necessariamente tradursi in esclusione permanente dal mercato⁹.

1.3 – Natura giuridica della composizione negoziata della crisi e avvio della procedura

La composizione negoziata della crisi rappresenta uno degli snodi più innovativi del Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza, non tanto per la sua collocazione formale all’interno del sistema, quanto per la funzione giuridica che essa è chiamata a svolgere.

Non si tratta, infatti, di una procedura concorsuale in senso proprio, né di uno strumento meramente preparatorio rispetto ad altri istituti di regolazione della crisi, ma di un istituto autonomo, dotato di una propria coerenza sistematica.

La natura giuridica dell’istituto è stata autorevolmente chiarita dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione con la sentenza n. 42093 del 31 dicembre 2021¹⁰. In tale pronuncia, la Suprema Corte ha precisato che si tratta “*di un istituto che pacificamente non integra una procedura concorsuale, ma egualmente implica, con la scelta unilaterale del regime protettivo ed il controllo del tribunale, preclusioni alle azioni di tutela del credito*”. Ne consegue che, pur collocandosi al di fuori dell’ambito delle procedure concorsuali in senso stretto, l’istituto è comunque caratterizzato da effetti tipici di compressione delle iniziative individuali dei creditori, giustificati dall’esigenza di assicurare un ordinato svolgimento del percorso di regolazione della crisi sotto la vigilanza dell’autorità giudiziaria.¹¹

Dal punto di vista strutturale, la composizione negoziata si configura come un percorso volontario e stragiudiziale, attivabile su iniziativa esclusiva dell’imprenditore, finalizzato alla ricerca di una soluzione negoziale della crisi (o più generale del momento di difficoltà

⁹ Comunicato stampa Consiglio dell’Unione Europea, 2019, [Una seconda opportunità per gli imprenditori: adottate le nuove norme sull’insolvenza delle imprese - Consilium](#)

¹⁰ Cass., Sez. Un., 31 dicembre 2021, n. 42093, note di F. CASA, La “quadratura del cerchio”; note minime su una sentenza importante, [ristrutturazioni aziendali.ilcaso.it/Giurisprudenza/133](#), p. 9

¹¹ S. AMBROSINI, *La composizione negoziata compie un anno: breve itinerario fra le prime applicazioni*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 12 Dicembre 2022, Cap. 2, p. 2

o di squilibrio economico e finanziario) mediante l'assistenza di un soggetto terzo e indipendente, l'esperto.

L'elemento qualificante non è l'imposizione autoritativa di una soluzione, bensì la creazione di un contesto ordinato all'interno di un perimetro normativamente protetto entro il quale le parti possano negoziare in buona fede, in modo consapevole e collaborativo, con l'obiettivo di preservare la continuità aziendale e il valore dell'impresa. Sotto questo profilo, la composizione negoziata segna un distacco netto rispetto alla tradizionale impostazione del diritto concorsuale, storicamente orientata alla tutela del ceto creditorio attraverso strumenti di carattere liquidatorio o comunque fortemente formalizzati.

Come già rilevato, infatti, nel nuovo paradigma del Codice della crisi, la continuità aziendale non è più considerata una sola eventualità, bensì un valore giuridicamente rilevante, la cui tutela è funzionale non solo all'interesse dell'imprenditore, ma anche e soprattutto alla soddisfazione dei creditori in una prospettiva dinamica e orientata al futuro.

La funzione primaria della composizione negoziata è, dunque, quella di favorire l'emersione anticipata della crisi, intercettandola in una fase in cui l'impresa non ha ancora esaurito le proprie potenzialità di risanamento.

In questo senso, lo strumento si pone come alternativa culturale e sistematica al ricorso tardivo alle procedure concorsuali, offrendo all'imprenditore un canale giuridico che consenta di affrontare la crisi senza subire immediatamente lo stigma e le rigidità tipiche delle procedure giudiziali.

Non è casuale che il legislatore abbia collocato la composizione negoziata in una posizione "preliminare" rispetto agli altri strumenti di regolazione della crisi; essa non è concepita come un semplice passaggio obbligato o come una fase preparatoria in senso tecnico, ma come uno spazio giuridico protetto, all'interno della quale possono maturare soluzioni diversificate: accordi contrattuali, ristrutturazioni del debito, operazioni sul capitale, fino all'eventuale accesso a strumenti concorsuali solo in caso di esito negativo delle trattative.¹²

¹² Vedi artt. 23 e 25 sexies CCII

Da questa prospettiva, la composizione negoziata assume la funzione di “ponte” tra l'autonomia privata e l'intervento giudiziale.

Il Tribunale, infatti, non è chiamato a gestire la procedura né a valutare nel merito le scelte imprenditoriali, ma interviene solo in modo puntuale e funzionale, principalmente in relazione alla concessione delle misure protettive e cautelari (artt. 18 e 19 CCII) ovvero al rilascio di specifiche autorizzazioni (art. 22 CCII).

Ciò consente di mantenere l'asse decisionale in capo all'imprenditore e ai creditori, preservando al contempo un sufficiente presidio di legalità a tutela degli interessi coinvolti.

Possiamo dunque sintetizzare la natura giuridica della composizione negoziata come un percorso negoziale assistito, caratterizzato da: a) assenza di concorsualità in senso stretto; b) centralità dell'autonomia privata; c) intervento giudiziale eventuale e strumentale; d) orientamento dichiarato alla continuità aziendale. È proprio questa combinazione di elementi a rendere la composizione negoziata uno strumento paradigmatico del nuovo diritto della crisi, nel quale la tutela del valore dell'impresa precede e condiziona la tutela statica del patrimonio.

1.4 – L'assenza di requisiti di accesso in senso tecnico

Uno degli aspetti più innovativi, ma al tempo stesso più problematici della composizione negoziata, riguarda l'assenza di requisiti di accesso tipizzati in senso tecnico¹³.

La dottrina, infatti, si è posta il problema dell'esatto significato dei diversi stati di difficoltà dell'impresa e della loro rilevanza quali presupposti oggettivi di accesso alla composizione negoziata. In particolare, l'interrogativo è se le mere condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario possano costituire un autonomo fondamento dell'accesso allo strumento, ovvero se sia comunque necessario riscontrare almeno uno stato di pre-crisi, crisi o insolvenza, nonché se la composizione negoziata sia esperibile anche in presenza di insolvenza.

Il legislatore è intervenuto con il correttivo, chiarendo che per l'accesso alla composizione negoziata è sufficiente anche il solo stato di squilibrio patrimoniale o economico-

¹³ S. ROSSETTI, *Presupposti e condizioni per l'accesso alla composizione negoziata. Il valore perseguibile: il risanamento dell'impresa*, 2023, Cap. 1, p. 2

finanziario, purché tale da rendere probabile l'evoluzione verso la crisi o l'insolvenza. Come precisato nella relazione illustrativa, la *ratio* della modifica è quella di consentire espressamente l'attivazione dello strumento già in una fase precoce di difficoltà. La nuova formulazione definisce, dunque, l'ambito applicativo della composizione negoziata sia in senso estensivo, ammettendone l'accesso in presenza di un mero squilibrio, sia confermandone la praticabilità anche nei casi di crisi o insolvenza¹⁴.

L'idea di fondo è che l'emersione tempestiva della crisi debba essere incentivata attraverso strumenti a bassa soglia di accesso, capaci di ridurre lo stigma e le barriere psicologiche che spesso inducono l'imprenditore a procrastinare l'intervento fino a una fase patologica ormai irreversibile.

In questo senso, la composizione negoziata si distingue radicalmente sia dal concordato preventivo sia dagli accordi di ristrutturazione, nei quali l'accesso è subordinato alla ricorrenza di parametri tipizzati come nel caso dell'accertamento dello stato di crisi o insolvenza per il concordato. Qui, invece, il legislatore rinuncia consapevolmente a un controllo di ammissibilità *ex ante*, spostando il baricentro della disciplina su una logica che privilegia la funzionalità, l'elasticità e l'*accountability* dell'imprenditore¹⁵.

Ciò non significa, tuttavia, che l'accesso alla composizione negoziata sia privo di qualsiasi limite; il Codice prevede, infatti, alcuni limiti normativi espressi, che operano come condizioni ostative oggettive all'avvio del percorso¹⁶. Tali limiti, tuttavia, non configurano requisiti di accesso in senso proprio, ma piuttosto clausole di chiusura volte a prevenire utilizzi reiterati o manifestamente strumentali dello strumento.¹⁷

Tant'è che un profilo problematico emerge sul piano applicativo, laddove la sostanziale assenza di requisiti di accesso ha indotto dottrina e giurisprudenza a interrogarsi sul rischio di uso dilatorio o opportunistico della composizione negoziata.

In particolare, si è osservato come la possibilità di attivare il percorso senza un vaglio preliminare possa incentivare condotte puramente difensive o dilatorie, volte a

¹⁴ N. DE LUCA – L. SICIGNANO, *Il terzo correttivo al codice della crisi (parte prima)*, Il Foro Italiano,– Luglio-Agosto 2024, Cap. 2.2, p. 265-266.

¹⁵ Vedi art.12 c.1 CCII

¹⁶ Vedi art. 25 quinquies CCII sui Limiti di accesso alla Composizione Negoziata della crisi.

¹⁷ M. GREGGIO – C. SEGHI, *I limiti di accesso alla composizione negoziata dopo il correttivo-ter del Codice della Crisi*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2024, Cap. 2, p. 3-4.

guadagnare tempo o a ritardare l'azione dei creditori, soprattutto laddove l'imprenditore intenda richiedere contestualmente le misure protettive.

È proprio in questo passaggio che si coglie la logica profonda della disciplina: il legislatore ha scelto di non filtrare l'accesso, ma di concentrare il controllo sulla funzionalità concreta del percorso, demandando all'esperto e, in ultima istanza, al Tribunale, la valutazione circa la serietà delle trattative e la reale prospettiva di risanamento.

In altri termini, il Legislatore non chiede all'imprenditore di dimostrare *ex ante* di essere "meritevole" di accedere allo strumento, ma pretende che il ricorso alla composizione negoziata sia coerente con la sua funzione.

Il controllo non è formale, bensì sostanziale, e si manifesta in larga parte nel momento in cui l'imprenditore invoca la protezione dell'ordinamento contro le iniziative dei creditori. Da qui deriva un effetto sistematico di grande rilievo: la nozione di "crisi" o di "risanabilità" dell'impresa non assume la funzione di requisito di accesso, ma diventa un criterio di valutazione *ex post*, utilizzato per stabilire se il percorso negoziale sia serio e abbia ragionevole probabilità di riuscita e conseguentemente se quella fattispecie meriti di essere sostenuta dall'ordinamento mediante idonei e adeguati strumenti protettivi.¹⁸

1.5 – Il ruolo dell'esperto negoziatore nella composizione negoziata della crisi

La figura dell'esperto negoziatore costituisce uno degli elementi di maggiore novità introdotti dal Codice della crisi nell'ambito della composizione negoziata. In effetti, l'esperto rappresenta il perno dell'intero percorso, in quanto preposto a garantire che il confronto tra imprenditore e creditori si svolga in modo ordinato, efficiente e soprattutto coerente con le finalità di risanamento sottese allo strumento. Egli è infatti nominato secondo criteri di indipendenza, imparzialità e professionalità, ponendosi come soggetto terzo rispetto alle parti coinvolte. Il suo ruolo non è quello di gestire l'impresa né di sostituirsi all'imprenditore o ai creditori, ma di favorire un confronto informato e consapevole tra i soggetti interessati al superamento della

¹⁸ Es.: Trib. Brescia 2 Dicembre 2021 Sent. n. 17142/2021 V.G., con nota di F. DE SANTIS, *Istanza di conferma delle misure protettive e coeva pendenza delle procedure giudiziali pattizie: primi rompicapi interpretativi*.

situazione di difficoltà. In questa prospettiva, può richiedere tutte le informazioni ritenute necessarie e avvalersi di competenze specialistiche¹⁹, così da svolgere efficacemente la funzione di facilitazione delle trattative.

La disciplina prevede la formazione di elenchi di esperti presso le camere di commercio e l'accesso all'incarico è subordinato al possesso di una specifica preparazione, a conferma della centralità attribuita alla qualità professionale del soggetto incaricato. Al tempo stesso, il legislatore ha introdotto limiti volti a preservarne l'indipendenza, sia attraverso il contenimento del numero di incarichi simultanei, sia mediante il divieto di instaurare rapporti professionali con l'imprenditore per un periodo successivo alla conclusione della procedura.

Sotto il profilo sistematico, l'esperto si configura come una figura atipica, non pienamente sovrapponibile ai modelli tradizionali del diritto della crisi. Non è assimilabile né al curatore, né al commissario giudiziale, né all'attestatore, poiché non esercita funzioni di controllo, gestione o certificazione, ma svolge un ruolo, genericamente, di facilitatore delle trattative. In questo senso, la sua funzione si avvicina piuttosto a quella del mediatore, in quanto orientata ad agevolare il dialogo e la ricerca di soluzioni condivise, pur collocandosi all'interno di un contesto giuridico e di una finalità profondamente diversi. L'esperto rappresenta così uno degli elementi più innovativi della composizione negoziata, espressione di un modello di gestione della crisi fondato sulla cooperazione, sulla tempestività e sulla valorizzazione delle prospettive di continuità dell'impresa.²⁰

I poteri dell'esperto sono deliberatamente limitati; egli, infatti, non può imporre soluzioni e non può sostituirsi all'imprenditore nelle scelte gestionali, nemmeno per gli atti di straordinaria amministrazione (dovendo però, in questo caso, informare i creditori di potenziali rischi connessi all'operazione).²¹ Il suo ruolo si esplica attraverso l'organizzazione delle trattative, la sollecitazione del

¹⁹ Vedi art 19 c.2, CCII: «L'esperto [...] Può avvalersi di soggetti dotati di specifica competenza, anche nel settore economico in cui opera l'imprenditore, e di un revisore legale, non legati all'impresa o ad altre parti interessate all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale.»

²⁰ R. GUIDOTTI – S. BONFATTI – M. TRABUSI, *Il ruolo dell'esperto nella composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa*, Giappichelli, ed. 2025 Cap. 2.

²¹ G. D'ATTORE – M. FABIANI – M. ARATO, *Presupposti, Principi generali, Composizione negoziata, Concordato semplificato, Soluzioni stragiudiziali*, Giappichelli 2025 Cap. 9.

dialogo tra le parti, la richiesta e l'analisi delle informazioni e, più in generale, la creazione di un contesto che renda possibile una negoziazione reale.

Tale impostazione risponde ad una precisa scelta del legislatore, che ha inteso preservare la centralità dell'imprenditore e la natura volontaria dello strumento, evitando che la composizione negoziata si trasformi in una procedura eterodiretta o in una forma di "commissariamento dell'impresa".

L'esperto non ha la funzione di salvare l'impresa, ma di verificare se esistano e permangano le condizioni minime perché le parti possano tentare, in modo serio e trasparente, una soluzione negoziale della crisi o del momento di squilibrio.

Accanto a questi profili funzionali, la disciplina dell'esperto solleva questioni rilevanti sul piano delle responsabilità; proprio in ragione della sua posizione di terzietà e della delicatezza delle valutazioni che è chiamato a compiere, l'esperto è tenuto ad operare nel rispetto di elevati *standards* di diligenza, correttezza e professionalità.²²

I profili di responsabilità connessi allo svolgimento dell'incarico possono emergere soprattutto in caso di esito negativo del percorso di risanamento e di successivo assoggettamento dell'impresa alla liquidazione giudiziale. Pur prescindendo dalle ipotesi di condotte dolose, non può escludersi che l'operato dell'esperto, sebbene ispirato a buona fede e formalmente coerente con la funzione attribuitagli, venga valutato *ex post* come fonte di responsabilità, perfino, in casi limite, sotto il profilo penale.

Un primo ambito rilevante riguarda la violazione degli obblighi di indipendenza, terzietà, professionalità e riservatezza, che devono essere rispettati sia nella fase di assunzione dell'incarico sia nel suo svolgimento e anche successivamente alla conclusione della composizione negoziata. Il mancato rispetto di tali requisiti può dar luogo a responsabilità disciplinare e incidere su eventuali ulteriori profili di responsabilità. Ulteriori questioni si pongono con riferimento alla diligenza professionale richiesta all'esperto, valutabile alla luce degli standard esigibili nella concreta fattispecie, anche considerando le indicazioni operative che disciplinano la conduzione della composizione negoziata. In caso di fallimento delle trattative, l'esperto potrebbe essere chiamato a rispondere per non aver adempiuto ai propri compiti secondo tali criteri, specie qualora dalla prosecuzione

²² Vedi artt. 13 e 16 comm. 1 e 2 CCII.

dell'attività o dalle operazioni compiute durante la procedura siano derivati effetti pregiudizievoli per i creditori. In questo contesto, sebbene l'imprenditore conservi la gestione dell'impresa, non è escluso che l'esperto possa essere coinvolto, anche in concorso, nella responsabilità per danni arrecati ai creditori, laddove abbia fornito un contributo materiale o morale alla realizzazione dell'evento lesivo ovvero abbia omesso di vigilare o segnalare condotte pregiudizievoli, essendo titolare di un generale dovere di sorveglianza nell'ambito della composizione negoziata.²³

La responsabilità civile dell'esperto nei confronti dell'imprenditore può essere ricondotta all'ambito della responsabilità contrattuale, pur in assenza di un contratto di opera professionale in senso proprio. In tal senso, la qualificazione trova il proprio fondamento nella figura della responsabilità da contatto sociale qualificato, elaborata dalla giurisprudenza per ricondurre a schema contrattuale situazioni nelle quali l'obbligazione nasce non da un accordo negoziale, ma dall'instaurarsi di un rapporto giuridicamente rilevante. Il contatto sociale, infatti, rappresenta una fonte atipica di obbligazioni, idonea a generare doveri specifici di protezione e correttezza in conformità all'ordinamento, ai sensi dell'art. 1173 c.c. Nel caso della composizione negoziata, il rapporto che si instaura tra l'esperto e l'imprenditore in crisi può essere qualificato come un rapporto di fatto privo di un formale incontro di consensi, ma caratterizzato dall'assunzione di obblighi qualificati che vanno oltre il generale principio del *neminem laedere*. La violazione di tali obblighi, pur non discendendo da un contratto tipico, è idonea a fondare una responsabilità di tipo contrattuale, in applicazione del principio di atipicità delle fonti delle obbligazioni. Tale ricostruzione comporta conseguenze rilevanti sotto il profilo della tutela dell'imprenditore, sia in relazione al termine di prescrizione, sia con riguardo al regime dell'onere della prova, che risulta più favorevole rispetto a quello previsto per la responsabilità extracontrattuale. Trattandosi di attività professionale, la responsabilità dell'esperto presuppone l'accertamento del nesso causale tra la sua condotta e l'esito negativo della composizione negoziata, secondo un criterio di probabilità prevalente, ferma restando la possibilità per il professionista di andare esente da responsabilità dimostrando la non imputabilità dell'inadempimento. Ne consegue che la responsabilità

²³ M. CESCHIN – M. PANELLI, *La responsabilità in capo all'Esperto nella composizione negoziata della crisi*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2024, Cap. 5.

dell'esperto potrà configurarsi soltanto in presenza di una condotta negligente, valutata alla luce della diligenza qualificata richiesta al professionista.²⁴

Sul piano applicativo, uno dei principali nodi critici riguarda il peso effettivo dell'esperto nelle trattative; in assenza di poteri giudiziali in senso proprio, la sua autorevolezza dipende in larga misura dalla qualità professionale, dall'esperienza e dalla capacità di instaurare un dialogo credibile con i creditori, in particolare con quelli finanziari. Da ciò discende che l'efficacia della composizione negoziata sia spesso direttamente proporzionale alla capacità dell'esperto di assumere un ruolo proattivo e dinamico, pur nel rispetto dei limiti normativi.

Un ulteriore profilo meritevole di analisi concerne il rapporto tra l'esperto e l'eventuale intervento del Tribunale. Sebbene l'esperto non sia titolare di poteri decisionali in sede giudiziale, le sue valutazioni (ad esempio sulla funzionalità delle misure di protezione per il buon esito delle trattative) finiscono per avere un notevole rilievo quando il giudice si pronuncerà. In tale ipotesi, la relazione dell'esperto costituisce uno degli elementi attraverso cui viene apprezzata la logica del percorso negoziale, contribuendo a delineare il confine tra uso fisiologico e uso distorto dello strumento.²⁵ Questo delicatissimo ruolo risulta sicuramente essenziale, poiché senza un soggetto terzo capace di orientare il dialogo e di conferire credibilità alle trattative la composizione negoziata rischierebbe di diventare un pleonastico contenitore procedurale.

Al tempo stesso, la sua efficacia applicativa risulta strettamente legata alla corretta e responsabile declinazione dei poteri che l'ordinamento gli attribuisce, nonché alla qualità professionale e all'autorevolezza del soggetto incaricato, elementi dai quali dipende in larga misura la capacità dello strumento di operare come reale spazio di risanamento e riorganizzazione.

Proprio questa ambivalenza costituisce uno dei tratti caratterizzanti della composizione negoziata: uno strumento che affida la propria efficacia non tanto a meccanismi invasivi

²⁴ M. CESCHIN – M. PANELLI, *La responsabilità in capo all'Esperto nella composizione negoziata della crisi*, cit., Cap. 6.

²⁵ Ordinanza del 06 aprile 2023, Tribunale di Treviso II Sez. Civile; con nota di M. FURNO, *La Relazione dell'Esperto in ordine ai provvedimenti di conferma delle misure protettive*, in Euroconferencelegal.it

per l'imprenditore, quanto alla responsabilizzazione degli attori coinvolti (sulla scorta del più generale principio EU dell'*Accountability*²⁶) e alla capacità del sistema di valorizzare competenze tecniche e correttezza negoziale.

1.6 – Le misure protettive e cautelari e la gestione del rapporto con i creditori nella composizione negoziata della crisi

Le misure protettive e cautelari rappresentano il momento in cui la composizione negoziata della crisi manifesta in modo più evidente la propria dimensione giudiziale, pur rimanendo uno strumento fondato sull'autonomia delle parti e sulla centralità dell'autonomia negoziale. È in questa fase, infatti, che il percorso entra in contatto diretto con il potere giurisdizionale, rendendo necessario un delicato bilanciamento tra l'esigenza di tutelare la continuità aziendale e il diritto dei creditori a non subire una compressione ingiustificata dei propri interessi.

Nell'ambito della composizione negoziata, analogamente a quanto previsto per altri strumenti di regolazione della crisi disciplinati dal Codice, l'operatività delle misure protettive del patrimonio non è automatica, ma presuppone una specifica iniziativa del debitore. La tutela patrimoniale, infatti, può essere richiesta tanto contestualmente all'istanza di nomina dell'esperto depositata presso la Camera di Commercio, quanto in un momento successivo rispetto all'avvio del percorso.

Nel primo caso, l'efficacia delle misure protettive decorre dalla pubblicazione nel registro delle imprese dell'accettazione dell'incarico da parte dell'esperto; nel secondo, il *dies a quo* coincide con la pubblicazione dell'istanza con cui l'imprenditore chiede l'estensione della protezione patrimoniale. In entrambi i casi, tuttavia, l'efficacia immediata delle misure ha natura provvisoria e risulta subordinata ad un duplice presupposto: da un lato, alla tempestiva proposizione del ricorso giudiziale volto a ottenere la conferma, la modifica o la revoca delle misure stesse; dall'altro, all'esito favorevole del procedimento dinanzi al Tribunale, che costituisce la sede deputata non solo alla valutazione della

²⁶ In proposito l'art 10 della Direttiva Insolvency: «*Tutte le operazioni di ristrutturazione, in particolare quelle di grandi dimensioni che generano un impatto significativo, dovrebbero basarsi su un dialogo con i portatori di interessi. Tale dialogo dovrebbe riguardare la scelta delle misure previste in relazione agli obiettivi di ristrutturazione come pure sulle opzioni alternative, e dovrebbero garantire l'adeguata partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori come previsto dal diritto dell'Unione e nazionale*».

legittimità della protezione richiesta, ma anche all'eventuale adozione di provvedimenti cautelari funzionali alla prosecuzione delle trattative.²⁷

Sul piano processuale, l'effetto tipico delle misure protettive si traduce in una sospensione temporanea delle azioni esecutive individuali, configurabile come una improcedibilità sopravvenuta dell'esecuzione forzata. Tale effetto si produce a partire dal momento in cui la misura acquista efficacia e viene meno con il provvedimento giudiziale che ne dispone la revoca o la cessazione, secondo quanto stabilito dalla disciplina codicistica.

Nello scenario delineato, assume rilievo decisivo la permanenza dello *status* di imprenditore *in bonis* del debitore che accede al percorso: l'assenza di spossessamento, anche in forma attenuata²⁸, giustifica la previsione secondo cui l'imprenditore conserva la piena disponibilità del proprio patrimonio, restando libero di effettuare pagamenti e di compiere atti di ordinaria e straordinaria amministrazione (anche se in questo caso, come già ricordato, l'esperto è tenuto a comunicare ai creditori l'eventuale danno alle loro ragioni creditorie derivanti dall'atto di straordinaria amministrazione), pur nel rispetto dei limiti funzionali imposti dalla disciplina. Ne consegue che, anche in presenza di misure protettive, non è preclusa la possibilità di realizzare operazioni che incidano sulla struttura patrimoniale dell'impresa, inclusa la concessione di garanzie reali.

Le misure sin qui considerate si caratterizzano, dunque, per il loro carattere eventuale e condizionato: esse operano esclusivamente su impulso del debitore e sono soggette al controllo successivo dell'autorità giudiziaria, in coerenza con la logica complessiva della composizione negoziata, che privilegia la flessibilità e l'autonomia delle parti rispetto a meccanismi di protezione automatici e generalizzati.

²⁷ Vedi art.18 CCII.

²⁸ A. MANCINI, *La prospettiva del creditore nella composizione negoziata: linee operative per il suo advisor legale*: «Addirittura, tenuto conto che l'ingresso nella CNC non determina in capo al debitore alcuna forma di 'spossessamento attenuato' del proprio patrimonio, ed in assenza di elementi di concorsualità, egli non interagisce con alcun organo giudiziario - se non nei citati casi di attivazione delle misure protettive e del procedimento autorizzatorio al compimento di specifici atti - e non ha alcun potere ispettivo o interdittivo di particolare pregnanza, ben potendo l'imprenditore in CNC, osservato un mero obbligo informativo, effettuare pagamenti 'preferenziali' (anche in presenza di misure protettive), costituire garanzie a terzi ed effettuare atti dispositivi, ferma la sola possibilità per l'Esperto di pubblicare sulla piattaforma telematica la propria dichiarazione di dissenso rispetto al compimento dei predetti atti, ove ritenuti "non coerenti rispetto alle trattative o alle prospettive di risanamento» in *Dirittodellacrisi.it*, 2023, Cap. 3.

La *ratio* delle misure protettive risiede, dunque, nell'esigenza di evitare che l'azione individuale dei singoli creditori determini una disgregazione del patrimonio incompatibile con la prosecuzione dell'attività e con la possibilità stessa di condurre trattative in un clima ordinato e propositivo. La frammentazione delle iniziative esecutive, infatti, può compromettere irreversibilmente il valore aziendale, vanificando in radice ogni tentativo di composizione negoziale.²⁹

Tale funzione conservativa non può tuttavia essere intesa in senso assoluto. Le misure protettive trovano giustificazione solo nella misura in cui risultino effettivamente strumentali allo svolgimento delle trattative e al perseguimento di una soluzione di risanamento. Non costituiscono un beneficio autonomo per l'imprenditore, né un diritto soggettivo incondizionato, ma uno strumento funzionale, la cui legittimità dipende dalla coerenza con le finalità proprie della composizione negoziata.

Il Tribunale è chiamato a verificare la sussistenza di un nesso di strumentalità tra le misure richieste e la loro effettiva necessità per assicurare il buon esito delle trattative, nonché la proporzionalità del sacrificio imposto ai creditori. Tale controllo non si risolve in una valutazione meramente formale, ma assume i tratti di un sindacato di legittimità sostanziale, orientato a verificare la coerenza dell'istanza con la *ratio* della composizione negoziata. In questo quadro, il giudice non deve accertare la sicura riuscita del risanamento, ma valutare se la protezione richiesta sia giuridicamente giustificata e funzionale ad un percorso negoziale serio, credibile e ragionevole.

Il criterio centrale attorno al quale ruota la disciplina delle misure protettive è quello della funzionalità alle trattative. La concessione o il mantenimento della protezione non può essere giustificato dalla sola pendenza della composizione negoziata, ma richiede una verifica concreta della sua idoneità a favorire il dialogo con i creditori. La funzionalità non coincide con una generica utilità per l'imprenditore, né può essere presunta in astratto, dovendo essere valutata alla luce delle modalità con cui le trattative sono effettivamente condotte, del grado di coinvolgimento dei creditori ma soprattutto della possibilità di un effettivo risanamento.³⁰

²⁹ G. D'ATTORE – M. FABIANI – M. ARATO, *Presupposti, Principi generali, Composizione negoziata, Concordato semplificato, Soluzioni stragiudiziali*, cit. Cap. 17, Par. 1.

³⁰ Sul punto il Tribunale di Bologna sezione IV civile e procedure concorsuali: «*Presupposto indefettibile per l'accesso dell'imprenditore alla composizione negoziata (e quindi alle misure protettive e cautelari*

In questa fase assume particolare rilievo il ruolo dell'esperto negoziatore, le cui valutazioni costituiscono uno degli elementi attraverso cui il giudice può apprezzare la concretezza del percorso. Pur non avendo valore vincolante, la relazione dell'esperto rappresenta un importante parametro di riferimento per valutare se le misure protettive siano davvero strumentali alla composizione della crisi.

La centralità del criterio della funzionalità delle misure protettive alle trattative è ulteriormente confermata dalle Linee guida adottate dal Ministero della Giustizia, allegate al decreto dirigenziale del 28 settembre 2021, le quali chiariscono come tali misure debbano essere mantenute, ed eventualmente prorogate, solo ove risultino effettivamente idonee ad assicurare il buon esito delle trattative, imponendo all'esperto di segnalare al Tribunale ogni elemento che ne giustifichi la revoca o l'abbreviazione.³¹

Sul piano strettamente procedurale, la disciplina delle misure protettive è ulteriormente connotata da precisi limiti temporali, che ne confermano la natura eccezionale e strumentale. Le misure protettive sono concesse per una durata non superiore a centoventi giorni, decorrenti dalla pubblicazione dell'istanza nel registro delle imprese. Tale termine può, però, essere prorogato dal Tribunale, su richiesta dell'imprenditore interessato, fino ad un massimo complessivo di duecentoquaranta giorni, purché risulti che le misure continuino a essere funzionali allo svolgimento delle trattative e che il percorso negoziale sia condotto in modo serio e coerente. La proroga non è automatica, ma subordinata ad una valutazione giudiziale attuale circa la persistenza delle condizioni che ne avevano giustificato l'originaria concessione.

Le misure protettive naturalmente incidono direttamente sulle posizioni giuridiche dei creditori, determinando una temporanea compressione del diritto di agire individualmente per la tutela del credito. Ne consegue che il contraddittorio con i creditori assume un ruolo centrale nel procedimento di concessione e conferma delle misure. In sede di opposizione, il Tribunale è chiamato ad operare un bilanciamento tra interessi contrapposti: da un lato, il diritto del creditore alla tutela della propria pretesa; dall'altro, l'interesse alla conservazione del valore dell'impresa e alla prosecuzione delle trattative. Tale

funzionali alla trattativa con i creditori nell'ambito di tale percorso) è l'esistenza di ragionevoli prospettive di risanamento dell'impresa.» P. 5, [Composizione negoziata: misure protettive \(o cautelari\), gestione prudentziale e comportamento della banca](#)

³¹In tal senso il Decreto 21 marzo 2023 del Ministero della Giustizia, Sez III, Par. 6.5.

bilanciamento non può risolversi in una prevalenza automatica dell'uno o dell'altro interesse, ma richiede una valutazione puntuale delle circostanze del caso concreto.³²

Uno dei principali rischi applicativi della composizione negoziata è rappresentato dall'uso distorto delle misure protettive, soprattutto nei casi in cui la protezione giudiziale venga richiesta in assenza di un effettivo impegno negoziale. Se ciò avviene, le misure rischiano di trasformarsi in uno strumento puramente dilatorio, volto a congelare le iniziative dei creditori senza una reale prospettiva di risanamento. La giurisprudenza ha chiarito che le misure protettive non possono essere concesse sulla base di allegazioni generiche o di un apparato informativo carente, dovendo l'imprenditore dimostrare in modo puntuale la concreta utilità della protezione richiesta rispetto alle trattative in corso.

Accanto alle misure protettive in senso tecnico, l'ordinamento consente il ricorso a misure cautelari (c.d. misure atipiche³³) finalizzate a prevenire condotte idonee a compromettere irreversibilmente l'esito delle trattative. Anche in questo caso, l'intervento del giudice è subordinato alla sussistenza di un *periculum in mora* e alla presenza del *fumus boni iuris*.³⁴

All'interno della cornice appena descritta, emerge che la gestione dei rapporti con i creditori costituisce uno degli snodi più delicati e al tempo stesso, più qualificanti della composizione negoziata della crisi. Se, da un lato, tale strumento si caratterizza per l'assenza di vincoli procedurali rigidi e per la centralità dell'autonomia dell'imprenditore³⁵, dall'altro, il suo successo dipende in modo determinante dalla capacità di instaurare un dialogo effettivo, credibile e prodromico con i soggetti portatori delle pretese creditorie.

³² Vedi artt.18 e 19 CCII

³³ Si definiscono atipiche quelle misure cautelari in cui il contenuto non è predeterminato dal legislatore e si modellano su ogni diversa fattispecie concreta che richiede tutela.

³⁴ Trib. Firenze, 28 aprile 2025, n. 4062, Est. Soscia, con note di S. CAMMARATA, *Composizione negoziata – Conferma misure protettive Adozione provvedimenti cautelari – Fumus boni iuris – Periculum in mora*, in Dirittodellacrisi.it

³⁵ S. PACCHI, *L'allerta tra la reticenza dell'imprenditore e l'opportunismo del creditore. Dal codice della crisi alla composizione negoziata*, in: «Il principio del “debtor in possession”, uno dei punti centrali della Direttiva Insolvency, trova applicazione ed è bilanciato, per un verso, dall'onere informativo, che implica completezza e trasparenza documentale, per un altro, dal dovere di gestire senza pregiudicare ingiustamente gli interessi dei creditori», Cap.1, p. 5, Nota 13.

A differenza delle procedure concorsuali tradizionali, nella composizione negoziata non opera alcun meccanismo legale di cristallizzazione delle posizioni creditorie, né sono previsti sistemi di voto, classi o maggioranze. Il rapporto con i creditori si sviluppa interamente sul piano negoziale, secondo una logica di trasparenza e autonomia, che attribuisce alle trattative un ruolo centrale non solo sotto il profilo economico, ma anche sotto quello giuridico e psicologico.³⁶

L'esperto diviene dunque l'elemento imprescindibile per la corretta gestione dei rapporti con i creditori e la formazione di un consenso compiuto e consapevole. Affinché le trattative possano dirsi effettive è necessario che i creditori siano posti nelle condizioni di comprendere la reale situazione dell'impresa, le cause della crisi e le prospettive di risanamento che l'imprenditore intende perseguire. La trasparenza informativa non costituisce soltanto una buona prassi negoziale, ma assume una rilevanza propriamente giuridica, ponendosi come condizione di legittimità dell'intero percorso³⁷. Un dialogo fondato su informazioni incomplete, opache o fuorvianti compromette l'utilità delle trattative, trasformando la CNC in uno strumento meno efficace e meramente dilatorio.

Inoltre, occorre considerare che il creditore potrebbe anche non venire a conoscenza dell'avvio di una composizione negoziata da parte del proprio debitore. Ciononostante, la disciplina attribuisce all'esperto un ruolo attivo nel coinvolgimento delle parti ritenute rilevanti ai fini del risanamento: qualora egli valuti come concrete le prospettive di risanamento, è tenuto a incontrare le "parti interessate", prospettando le possibili strategie e scandendo il confronto attraverso incontri periodici ravvicinati. La stessa formulazione normativa lascia intendere che non tutti i creditori siano necessariamente destinatari di tale interlocuzione, confermando che la partecipazione alle trattative non ha carattere generalizzato³⁸.

³⁶ G. MEO, *L'esperto della composizione negoziata della crisi tra strategia e responsabilità*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2025, p. 14.

³⁷ Ministero della Giustizia, Ufficio Legislativo, Sez. III, Parr. 8.2, 8.3, 8.4, [allegato_dd28set2021_composizione_crisimpresa.pdf](#)

³⁸ Vedi art. 17 c.5 CCII «*L'Esperto [...] Se ritiene che le prospettive di risanamento sono concrete l'esperto incontra le altre parti interessate al processo di risanamento e prospetta le possibili strategie di intervento fissando i successivi incontri con cadenza periodica ravvicinata. Se non ravvisa concrete prospettive di risanamento, all'esito della convocazione o in un momento successivo, l'esperto ne dà notizia*

Ne discende che, in via preliminare, può considerarsi “parte” della composizione negoziata soltanto quel creditore che venga individuato come tale dal debitore e segnalato all’esperto. Anche nell’ipotesi in cui l’imprenditore richieda l’applicazione di misure protettive, permane un margine significativo di selezione soggettiva: è infatti l’imprenditore a definire il perimetro di operatività di tali misure e, conseguentemente, a determinare quali creditori ne siano incisi³⁹. In questi casi, i soggetti destinatari delle misure assumono quantomeno la qualifica di parti nel procedimento di conferma giudiziale e, ragionevolmente, anche nel più ampio percorso di risanamento, in considerazione dell’impatto che la protezione produce sulle loro posizioni giuridiche.

Questa impostazione trova conferma nella disciplina procedimentale relativa alla richiesta di conferma delle misure protettive, che impone al debitore di depositare un elenco dei creditori, con particolare riferimento a quelli di maggiore entità⁴⁰. L’obbligo di indicare recapiti idonei alla loro convocazione evidenzia la volontà del legislatore di agevolare il coinvolgimento dei principali creditori nelle trattative, soprattutto quelli dotati di competenze tecniche e consapevolezza degli strumenti di ristrutturazione come banche ed intermediari finanziari.

Una volta acquisita la qualifica di parte interessata, il creditore è assoggettato ad una serie di doveri che, pur inserendosi in una cornice ordinamentale, producono rilevanti effetti giuridici. Tra questi assumono particolare rilievo gli obblighi di buona fede, correttezza e collaborazione, che gravano non solo sull’imprenditore, tenuto a rappresentare la propria situazione in modo trasparente e corretto, ma anche sui creditori coinvolti. A questi ultimi è richiesto un contributo attivo e responsabile alle trattative, specialmente ai creditori bancari e finanziari su cui grava un dovere di partecipazione “attivo e informato⁴¹” alle

all'imprenditore e al segretario generale della camera di commercio che dispone l'archiviazione dell'istanza di composizione negoziata entro i successivi cinque giorni lavorativi.»

³⁹ Vedi art. 18 c. 1 CCII «L’Imprenditore può chiedere [...] l’applicazione di misure protettive del patrimonio nei confronti di tutti i creditori oppure nei confronti di determinate iniziative intraprese dai creditori a tutela dei propri diritti, di determinati creditori o di determinate categorie di creditori.”

⁴⁰ Vedi art.19 c. 2 lett. C «l'elenco dei creditori, individuando i primi dieci per ammontare, con indicazione dei relativi indirizzi di posta elettronica certificata, se disponibili, oppure degli indirizzi di posta elettronica non certificata per i quali sia verificata o verificabile la titolarità della singola casella»

⁴¹ S. AMBROSINI, *I rapporti fra l'impresa in composizione negoziata e i creditori bancari dopo il Decreto correttivo del 2024*, Cap.1, p. 3.

trattative⁴². Sempre in riferimento alle Banche, giova specificare anche un altro elemento dirimente: il decreto “Correttivo-ter” (D. Lgs. 136/2024), mediante la modifica dell’articolo 16, comma 5, D. Lgs. 14/2019, al fine di chiarire espressamente che *“la notizia dell’accesso alla composizione negoziata della crisi e il coinvolgimento nelle trattative non costituiscono di per sé causa di sospensione e di revoca delle linee di credito concesse all’imprenditore né ragione di una diversa classificazione del credito”*⁴³

Condotte in violazione del dovere di buona fede⁴⁴, omissive o comunque opportunistiche, possono assumere rilievo patologico, soprattutto laddove il fallimento delle trattative conduca all’apertura di una procedura concorsuale. In tale evenienza, il comportamento dei creditori potrà essere oggetto di valutazione da parte dell’autorità giudiziaria e, eventualmente, di azioni di responsabilità promosse dagli organi della procedura.

Al di fuori del loro formale coinvolgimento nel percorso, ai creditori è comunque riconosciuto un potere di reazione: essi possono, in ogni momento, sollecitare l’intervento del giudice affinché valuti la revoca, la modifica o l’abbreviazione delle misure protettive, qualora queste risultino sproporzionate o non più funzionali al buon esito delle trattative⁴⁵. Tale previsione si inserisce coerentemente nella logica complessiva dell’istituto, che calibra il livello di pubblicità e partecipazione dei terzi in funzione dell’intensità dell’incidenza delle misure adottate.

⁴² Vedi art.16 c.5 CCII.

⁴³F. GIOMMONI, *Composizione negoziata della crisi e sospensione degli affidamenti bancari*, in Euroconference news, 2025, p. 2

⁴⁴ G. D’ATTORRE, *Presupposti, Principi generali, Composizione negoziata, Concordato semplificato, Soluzioni stragiudiziali*,: «Potrebbe configurare violazione del dovere di buona fede la condotta della parte che, avuta notizia dell’imminente presentazione dell’istanza di nomina dell’esperto o addirittura dell’avvenuta presentazione della stessa, si affretti a comunicare la risoluzione di un contratto prima della pubblicazione nel registro delle imprese della detta istanza con richiesta di misure protettive, al fine di sottrarsi al divieto di cui all’art. 18, comma 5, CCII, operante solo dal giorno della pubblicazione.»

Giappichelli, ed. 2026, Cap. VII, Par. 2.

⁴⁵ Vedi art. 19 c.6 CCII: «Su istanza dell'imprenditore, di uno o più creditori o su segnalazione dell'esperto, il giudice che ha emesso i provvedimenti di cui al comma 4 o 5 può, in qualunque momento, sentite le parti interessate, e in ogni caso a seguito dell'archiviazione dell'istanza ai sensi dell'articolo 17, commi 5 e 8, revocare le misure protettive e cautelari, o abbreviarne la durata, quando esse non soddisfano l'obiettivo di assicurare il buon esito delle trattative o appaiono sproporzionate rispetto al pregiudizio arrecato ai creditori istanti».

La gestione dei rapporti con i creditori nella composizione negoziata è, infatti, inevitabilmente segnata da profonde asimmetrie informative. L'imprenditore dispone di una conoscenza diretta e privilegiata della situazione aziendale, mentre i creditori, soprattutto quelli non istituzionali, si trovano spesso in una posizione di oggettiva debolezza. Proprio per questa ragione l'esperto assume una funzione di riequilibrio sistemico. Pur non essendo titolare di poteri autoritativi né rappresentante degli interessi dei creditori, l'esperto è chiamato a verificare la completezza e la coerenza delle informazioni fornite dall'imprenditore, contribuendo a ridurre il divario informativo che potrebbe compromettere il buon esito delle trattative. Il suo intervento non si traduce in una certificazione formale dei dati aziendali, ma in una valutazione complessiva della serietà del percorso, che incide indirettamente (ma spesso in modo determinante) sulla fiducia dei creditori e sulla credibilità del processo negoziale.

Un ulteriore profilo di complessità è rappresentato dall'eterogeneità delle posizioni creditorie coinvolte. I creditori non costituiscono un blocco unitario, ma un insieme articolato di soggetti portatori di interessi differenti, talvolta strutturalmente divergenti. Occorre distinguere, in particolare, tra creditori finanziari, creditori commerciali e creditori "pubblici" (fiscali e previdenziali), ciascuno caratterizzato da esigenze, vincoli e logiche decisionali differenti. La composizione negoziata non prevede strumenti di coordinamento autoritativo tra tali categorie, sicché l'imprenditore ed i suoi *advisor* sono chiamati a modulare le proposte in modo differenziato, tenendo conto delle peculiarità di ciascuna posizione. Tale impostazione accresce la complessità delle trattative, ma consente al contempo una maggiore flessibilità nella costruzione delle soluzioni di risanamento.

In conclusione, la gestione dei rapporti con i creditori implica un costante bilanciamento tra la tutela del credito e la salvaguardia della continuità aziendale. A differenza delle procedure concorsuali, tale bilanciamento non è predeterminato dal legislatore, ma affidato alla autonomia delle parti e alla razionalità delle soluzioni negoziali. Come già affermato nel Par. 1.2, il credito viene così considerato non soltanto come una pretesa statica, ma come una posizione giuridica il cui soddisfacimento può essere favorito dalla conservazione del valore dell'impresa. In questa prospettiva, la disponibilità dei creditori ad accettare sacrifici temporanei trova giustificazione nella prospettiva di una maggiore soddisfazione futura rispetto allo scenario liquidatorio.

1.7 – Possibili esiti della composizione negoziata

Uno dei tratti distintivi della composizione negoziata risiede nella sua apertura strutturale ad esiti molteplici e non predeterminati. Il percorso non è orientato verso una soluzione obbligata né incanalato entro schemi rigidamente prefissati, ma si sviluppa come uno spazio giuridico nel quale il risultato finale dipende dall'evoluzione concreta delle trattative e dalla capacità delle parti di individuare soluzioni sostenibili.

Proprio per questa ragione, l'analisi dei possibili esiti della composizione negoziata assume un rilievo centrale ai fini della comprensione dell'istituto, consentendo di coglierne la flessibilità, ma anche i limiti, alla luce delle diverse direzioni che il percorso può assumere in concreto.

L'art. 23 del Codice della crisi disciplina gli esiti possibili della composizione negoziata, delineando un insieme di soluzioni che possono essere adottate qualora, nel corso delle trattative, venga individuata e validata una risposta idonea al superamento della situazione di crisi, squilibrio o insolvenza reversibile. La norma configura tali soluzioni come alternative tra loro e riconducibili ad un comune denominatore negoziale.⁴⁶

Inoltre, il Correttivo ter (D. Lgs. 136/2024) ha chiarito che le soluzioni previste dall'art. 23 possono intervenire tanto nel corso delle trattative quanto alla loro conclusione, ampliando la flessibilità temporale del percorso.

Tra gli esiti di natura extra-concorsuale, la prima soluzione contemplata dall'art. 23, comma 1, lett. a), CCII è rappresentata dalla stipulazione di un contratto di diritto privato. Tale contratto è soggetto alle regole generali del diritto comune e può essere concluso anche con un solo creditore o con soggetti diversi dai creditori in senso stretto, purché svolgano un ruolo rilevante nel risanamento dell'impresa. L'unico requisito specificamente richiesto dalla norma è che l'accordo sia idoneo ad assicurare la continuità aziendale per un periodo non inferiore a due anni, circostanza che deve risultare dalla relazione finale dell'esperto.

La disposizione non predetermina il contenuto del contratto, consentendo un'ampia variabilità delle soluzioni negoziali. Il Correttivo ha precisato che il contratto può coinvolgere anche creditori sorti nel corso delle trattative o soggetti terzi non qualificabili come creditori, purché funzionali all'operazione di risanamento. Resta tuttavia centrale il giudizio dell'esperto, chiamato non solo a verificare la sussistenza del requisito biennale

⁴⁶ V. ZANICHELLI, *Gli esiti possibili della composizione negoziata*, Ildirittodellacrisi.it, 2021, Cap. 4, p. 5.

della continuità aziendale, ma anche a valutare la coerenza complessiva dell'accordo rispetto al percorso di risanamento, inclusa la fase successiva al biennio.

Un ulteriore esito fisiologico della composizione negoziata è rappresentato dalla convenzione di moratoria, disciplinata dagli artt. 23, comma 1, lett. b), e 62 CCII. Attraverso tale strumento, il debitore e i creditori regolano provvisoriamente gli effetti della crisi mediante la dilazione delle scadenze, la sospensione o la rinuncia alle azioni esecutive e conservative e l'adozione di altre misure che non comportino una rinuncia definitiva ai crediti. La convenzione presenta la peculiarità di produrre effetti anche nei confronti dei creditori non aderenti appartenenti alla medesima categoria, in deroga ai principi civilistici generali sull'efficacia del contratto.

L'efficacia estesa della convenzione è subordinata al rispetto di specifiche condizioni: la preventiva informazione di tutti i creditori della categoria; l'adesione di almeno il 75% dei crediti appartenenti alla categoria; l'assenza di un pregiudizio per i creditori non aderenti rispetto all'alternativa liquidatoria; nonché l'attestazione, da parte di un professionista indipendente, della veridicità dei dati aziendali e dell'idoneità della convenzione a disciplinare provvisoriamente gli effetti della crisi in modo proporzionato e coerente.

La disciplina della convenzione di moratoria prevede inoltre limiti precisi alla sua estensione ai creditori non aderenti, escludendo la possibilità di imporre nuove prestazioni, la concessione di nuovi affidamenti o l'erogazione di nuova finanza. La norma chiarisce, tuttavia, che non costituisce nuova prestazione la prosecuzione di rapporti contrattuali già in essere, come nel caso dei contratti di locazione finanziaria. Tale impostazione è coerente con la *ratio* di preservare l'equilibrio esistente, evitando che la moratoria perda di significato a causa dell'interruzione dei rapporti essenziali per la continuità aziendale.

Con l'intervento del Correttivo, la composizione negoziata è stata arricchita di un ulteriore strumento, consentendo all'imprenditore di avviare una rinegoziazione anche con i creditori pubblici. In particolare, è stata prevista la possibilità di concludere accordi transattivi con le Agenzie fiscali, ampliando così il perimetro delle soluzioni praticabili nel corso delle trattative. La disciplina consente di intervenire sull'intero debito tributario, escludendo invece i debiti previdenziali, e affida la valutazione della proposta ad un procedimento strutturato, che prevede la predisposizione di una relazione redatta da un

professionista indipendente, chiamato a valutare se la proposta formulata dall'imprenditore risulti più conveniente rispetto all'ipotesi di liquidazione. Tale documento deve accompagnare la proposta ed essere affiancato da una relazione del revisore legale, incaricato di attestare la completezza e l'attendibilità delle informazioni aziendali, anche quando appositamente nominato a tale scopo. Si tratta di un passaggio significativo, che rafforza la flessibilità della composizione negoziata e ne conferma l'impostazione orientata alla ricerca di soluzioni condivise anche nei rapporti con il credito pubblico.

Nel complesso, l'art. 23 CCII delinea un sistema di esiti negoziali caratterizzato da una grande elasticità, nel quale la composizione negoziata può sfociare in soluzioni diversificate, accomunate dall'obiettivo di favorire il risanamento dell'impresa attraverso strumenti fondati sulla regolazione negoziale degli interessi coinvolti.⁴⁷

A completamento dell'analisi dei possibili esiti della composizione si colloca anche il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio disciplinato dagli artt. 25 *sexies* e 25 *septies* accessibile esclusivamente all'esito di uno svolgimento effettivo ed in buona fede del percorso di composizione negoziata. Anche in questo caso è fondamentale la relazione finale dell'Esperto che stabilisce in merito alla buona fede e alla serietà tenuti dall'imprenditore durante le trattative premesso che l'ultima parola sull'omologazione del concordato, spetta al Tribunale⁴⁸. Il concordato semplificato presenta indubbi profili di attrattività, riconducibili alla struttura flessibile e alla significativa semplificazione procedurale, che si traduce in una gestione più rapida del percorso e nell'assenza sia del voto dei creditori sia della preventiva attestazione del piano da parte di un esperto indipendente. Tali elementi costituiscono, senza dubbio, i principali punti di forza dell'istituto. Questa tipologia di concordato non si configura, pertanto, come una procedura concorsuale ordinaria, bensì come un rimedio di chiusura⁴⁹, funzionalmente

⁴⁷ G. D'ATTORRE, *Presupposti, Principi generali, Composizione negoziata, Concordato semplificato, Soluzioni stragiudiziali*, cit. Cap. 20, Parr. 1, 2, 3, 8

⁴⁸ R. BONIVENTO, *Opportunità e Criticità del concordato semplificato: aspetti operativi*, Ilcaso.it, 2024 Cap. 3, p. 9

⁴⁹ Trib. Bergamo, decreto n. 25/2022 P.U., Pres. Est. De Simone: «il concordato semplificato è, infatti, concepito dal legislatore alla stregua di *extrema ratio*, cui affidarsi in ipotesi in cui non sussista altro bivio operativo possibile e l'intera gamma degli strumenti di regolazione della crisi tanto contrattuali, quanto concorsuali (differenti dal concordato) annoverati come esiti fisiologici della composizione negoziata, siano indicati dall'esperto come impraticabili»

connesso alla composizione negoziata e subordinato alla valutazione positiva dell'esperto.

Lo strumento non rappresenta, dunque, una rottura rispetto alla logica della composizione negoziata, bensì una sua possibile prosecuzione coerente, quando il risanamento risulti irrealizzabile. In questo senso, la composizione negoziata svolge una funzione di filtro e di legittimazione, consentendo l'accesso a uno strumento liquidatorio semplificato solo dopo che sia stata verificata, in modo documentato ed inequivocabile, l'assenza di alternative negoziali praticabili.

Già durante la conduzione delle trattative, l'esperto è chiamato a valutare gli scenari alternativi al risanamento e, in particolare, il possibile esito liquidatorio, anche al fine di rendere consapevoli le parti delle conseguenze dell'eventuale insuccesso del percorso negoziale. A tal fine, egli può promuovere la nomina congiunta di un soggetto di fiducia incaricato delle valutazioni estimative necessarie, consentendo così alle parti di apprezzare in concreto le utilità derivanti dalla liquidazione⁵⁰.

Nel corso di questo paragrafo sono stati ripercorsi i principali possibili esiti della composizione negoziata, mettendo in luce la pluralità di soluzioni cui il percorso può condurre. Si tratta, tuttavia, di un ambito che non si esaurisce nella ricostruzione delle singole alternative previste dal legislatore, ma che presenta ulteriori profili di complessità, legati tanto alla struttura dell'istituto quanto alla sua concreta applicazione. La varietà degli esiti riflette, infatti, la natura non predeterminata della composizione negoziata e la centralità del confronto tra le parti. Proprio per questa ragione, l'analisi degli sbocchi della procedura costituisce solo un primo livello di osservazione, cui deve necessariamente affiancarsi una riflessione più ampia sulle criticità sistemiche che emergono dalla prassi applicativa.

1.8 – Criticità applicative della composizione negoziata e questioni sistemiche emergenti: la testimonianza di tre esperti negoziatori

L'analisi della composizione negoziata della crisi non può arrestarsi alla sola ricostruzione del dato normativo, ma richiede di essere integrata da una riflessione sulle modalità con cui l'istituto opera nella prassi applicativa. Proprio l'ampiezza e la

⁵⁰ M. FABIANI, *Ruolo, funzioni e responsabilità dell'Esperto nella Composizione negoziata*, Diritto dellacrisi.it, 2024, Cap. 10, Par. 4, p. 18.

flessibilità che caratterizzano la disciplina rendono inevitabile l'emersione di profili problematici, legati all'uso concreto dello strumento, al ruolo dei soggetti coinvolti e alle dinamiche che si sviluppano nel corso delle trattative.

Dall'entrata in vigore del nuovo codice della crisi, la dottrina e la giurisprudenza hanno iniziato a interrogarsi su alcune questioni ricorrenti, che spaziano dal funzionamento delle misure protettive ai rapporti tra le parti coinvolte nel confronto negoziale, fino al ruolo dell'esperto e ai limiti del controllo giudiziale. Si tratta, tuttavia, di profili che trovano piena comprensione solo se osservati anche dal punto di vista di chi è chiamato ad applicare quotidianamente l'istituto.

Per questa ragione, al fine di offrire una lettura maggiormente aderente alla realtà operativa, l'analisi che segue si avvale del contributo di tre professionisti specializzati nel diritto della crisi di impresa e che hanno in più occasioni svolto il ruolo di esperto negoziatore in procedure di composizione negoziata. Nello specifico la riflessione che seguirà è basata sulla sintesi delle risposte dell'Avv. Fabio Dominici del Foro di Perugia e dei Dottori Commercialisti Lorenzo Ducci e Giuseppe Fornari, ai seguenti quesiti:

1. Nella sua esperienza, la scarsa rigidità dei requisiti di accesso alla composizione negoziata ha realmente favorito un'emersione anticipata delle difficoltà dell'impresa, oppure ha aumentato il rischio di utilizzi meramente dilatori, in particolare attraverso il ricorso alle misure protettive?
2. Nella prassi applicativa, quali circostanze inducono a ritenere che la richiesta di misure protettive sia strumentale alle trattative e non finalizzata esclusivamente a ottenere una sospensione ostruzionistica delle iniziative dei creditori?
3. Nella composizione negoziata, le banche esercitano nella prassi un'influenza negoziale significativamente diversa rispetto agli altri creditori? E, in caso affermativo, in che modo l'esperto può incidere su tale squilibrio?
4. Come valuta l'equilibrio attualmente raggiunto tra autonomia negoziale delle parti e controllo giudiziale? Ritiene che il sindacato del tribunale sia oggi adeguato a prevenire abusi senza snaturare la natura stragiudiziale della procedura?
5. Considerata l'assenza di poteri autoritativi, quanto incide, secondo la sua opinione, la qualità soggettiva e l'autorevolezza personale dell'esperto sull'esito della composizione negoziata? Ritiene che l'attuale modello affidi eccessivamente il successo dello strumento al singolo professionista?

6. Alla luce della prassi applicativa, in quali situazioni la composizione negoziata riesce a realizzare il risanamento dell'impresa attraverso la sola rinegoziazione dei rapporti esistenti e in quali, invece, finisce per assumere il ruolo di passaggio necessario per la strutturazione e l'ingresso di nuova finanza a sostegno della continuità aziendale?

Secondo quanto emerge dalle esperienze professionali dei professionisti intervistati, la scarsa rigidità dei requisiti di accesso alla composizione negoziata non sembra aver inciso in modo decisivo sull'emersione anticipata delle situazioni di difficoltà dell'impresa. Anzi, frequentemente l'esperienza concreta mostra come l'accesso allo strumento avvenga in una fase in cui la crisi risulta già avanzata, strutturata e addirittura conclamata, riducendo sensibilmente le possibilità di un effettivo risanamento negoziale. Quando ciò avviene, la composizione negoziata tende ad assumere una funzione prevalentemente strategica, specie quando accompagnata dalla richiesta di misure protettive, finendo per essere utilizzata come strumento di temporanea sospensione delle iniziative creditorie piuttosto che come sede di confronto anticipato e costruttivo; in tutte queste ipotesi, è del tutto evidente che il tasso di successo delle operazioni di risanamento è sostanzialmente pari a zero, evidenziando un ricorso tardivo all'istituto in parola e un utilizzo totalmente distorto rispetto alle finalità istitutive. Pur non potendosi trarre conclusioni di carattere generale, questa ricorrenza applicativa evidenzia uno scostamento non marginale rispetto alla *ratio* preventiva che ha ispirato la disciplina. In estrema sintesi, lo strumento può funzionare solo se la crisi emerge in tempo e viene affrontata e gestita nelle sue fasi iniziali, mentre una limitata possibilità di successo può esistere laddove lo strumento viene utilizzato in modo tardivo ed inappropriato, allorquando la situazione di crisi è già conclamata e, probabilmente, ormai irreversibile.

In riferimento al secondo quesito emerge che la valutazione circa la funzionalità delle misure protettive risulta fortemente influenzata dal ruolo dell'esperto negoziatore, il cui parere assume un peso determinante nel giudizio del Tribunale chiamato a pronunciarsi sulla loro conferma. In molti casi, la decisione giudiziale si allinea alle valutazioni espresse dall'esperto, il quale è chiamato a verificare se la protezione richiesta sia effettivamente strumentale allo svolgimento di trattative concrete e non si risolva in una mera sospensione opportunistica delle iniziative creditorie. Tra gli elementi maggiormente valorizzati nelle risposte degli intervistati, assume rilievo centrale l'esistenza, già nelle fasi iniziali del percorso, di un "progetto di piano di

risanamento” che appaia almeno astrattamente coerente e non manifestamente irragionevole rispetto alla situazione di crisi o di squilibrio dell’impresa. La capacità dell’imprenditore di individuare con chiarezza le cause della difficoltà e di prospettarne la rimozione attraverso misure concrete costituisce, in questo senso, un indice significativo della serietà dell’iniziativa. Ulteriore profilo rilevante è rappresentato dall’avvio di un dialogo preliminare con i creditori maggiormente esposti, nonché dalla possibilità di registrare, sia pure in termini iniziali e non vincolanti, un positivo riscontro in ordine all’impostazione del piano. La presenza di un primo *feedback* da parte del ceto creditorio contribuisce, infatti, a qualificare le misure protettive come funzionali alle trattative, rafforzando la percezione che il percorso sia orientato ad un effettivo tentativo di risanamento e non ad un utilizzo meramente dilatorio dello strumento.

In riferimento al terzo quesito, si delinea una sostanziale concordanza di opinioni per cui, il ceto bancario rappresenta uno dei principali fattori di criticità nelle trattative svolte nell’ambito della composizione negoziata. Gli Istituti di Credito, infatti, tendono a muoversi entro schemi decisionali fortemente condizionati da parametri regolamentari e prudenziali⁵¹, che rendono spesso complesso, sia sul piano tecnico sia su quello culturale, l’accompagnamento dell’impresa in percorsi di risanamento. Le regole di vigilanza e i criteri interni di valutazione del rischio inducono frequentemente le banche ad assumere un atteggiamento difensivo, che si traduce, nella prassi, in una riduzione o in un irrigidimento delle linee di credito già concesse, piuttosto che in un sostegno attivo al percorso negoziale. In tale contesto, il potere negoziale degli intermediari finanziari risulta significativamente superiore rispetto a quello degli altri creditori, con un impatto rilevante sull’andamento delle trattative. Il ruolo dell’esperto negoziatore può contribuire, almeno in parte, a mitigare tale

⁵¹ A. ELIA, *Nuova finanza, responsabilità bancaria e composizione negoziata: dalla diffidenza alla cultura del credito responsabile*, Cap. 1: «il sistema bancario è sottoposto a un apparato di regole di vigilanza sempre più penetrante, fondato sui principi di sana e prudente gestione di cui all’art. 5 TUB, sulle disposizioni di Banca d’Italia e sul quadro europeo in materia di classificazione delle esposizioni deteriorate (*unlikely to pay*, *non-performing exposures*, *calendar provisioning*). In questo scenario, l’accesso dell’impresa agli strumenti di composizione della crisi – in primis la composizione negoziata – viene talvolta percepito come un trigger di rischio, idoneo a giustificare il declassamento automatico delle posizioni, la revisione delle linee di affidamento e la drastica riduzione della disponibilità a concedere nuova finanza, anche quando il piano di risanamento non preveda stralci né moratorie.»

squilibrio, grazie alla sua posizione di terzietà e alla funzione di mediazione tecnica che gli consente di rappresentare in modo più strutturato le prospettive del risanamento. Tuttavia, l'esperienza applicativa riscontrata dai professionisti interpellati, evidenzia come l'intervento dell'esperto non sia nella generalità dei casi sufficiente a superare la diffidenza del ceto bancario, soprattutto nelle ipotesi in cui l'emersione formale della difficoltà dell'impresa determini un immediato irrigidimento delle posizioni degli intermediari finanziari, rendendo il dialogo particolarmente complesso.

Quanto si evince dalle risposte alla domanda n. 4, invece, è una valutazione sostanzialmente equilibrata del ruolo attribuito al Tribunale nella fase di conferma delle misure protettive. Il sindacato giudiziale, così come delineato dal legislatore, appare idoneo a presidiare l'uso corretto dello strumento, senza tradursi in un controllo eccessivamente invasivo del merito delle scelte imprenditoriali. Nello specifico l'esperienza pratica mostra come il Giudice fondi in larga parte la propria decisione sul parere espresso dall'esperto negoziatore, valorizzandone la competenza tecnica e la conoscenza diretta della situazione aziendale. L'analisi dell'esperto, infatti, consente al Tribunale di verificare la presenza di un progetto di risanamento dotato di un sufficiente grado di coerenza e ragionevolezza, nonché l'avvio di prime interlocuzioni con i creditori, elementi ritenuti centrali nella valutazione della funzionalità delle misure protettive.

Al tempo stesso, si evidenzia come il controllo giudiziale non si risolva in una mera adesione automatica alle richieste dell'imprenditore. La conferma delle misure, in quanto incidente sulle prerogative creditorie, è preceduta da una valutazione ponderata, che esclude l'accoglimento di istanze fondate su piani manifestamente inconsistenti o su iniziative chiaramente dilatorie. Nel complesso, quindi, emerge che il sindacato esercitato dal Tribunale appare orientato a sostenere il percorso di risanamento nei casi in cui sussistano, già in una valutazione *ex ante*, presupposti minimi di serietà e plausibilità, evitando così di legittimare utilizzi distorti dello strumento.

Per ciò che concerne il quinto quesito, risulta che l'autorevolezza, la professionalità e l'esperienza dell'esperto assumono un ruolo certamente rilevante nel percorso di composizione negoziata e, in alcune ipotesi, possono incidere in modo significativo sull'andamento delle trattative. C'è convergenza d'opinione dei tre professionisti anche riguardo al fatto che il Codice non definisce in modo rigidamente tipizzato i poteri e le

modalità di intervento dell'esperto, rimettendo rilevanti margini di discrezionalità alla sua capacità di orientare e guidare le parti nel confronto.

Tale osservazione, tuttavia, non può essere intesa in senso assoluto. L'efficacia dell'intervento dell'esperto resta infatti subordinata alla presenza di presupposti oggettivi di risanamento, quali la concretezza e credibilità del progetto, la corretta individuazione delle cause della crisi, l'esistenza di ipotesi realistiche di discontinuità gestionale e, più in generale, la sostenibilità complessiva del percorso prospettato (ivi inclusa l'effettuazione di *stress test*⁵²). In assenza di elementi in questo senso, l'autorevolezza dell'esperto, pur rilevante, non risulta di per sé sufficiente a determinare l'esito positivo della procedura.

In questo quadro, emerge che la figura dell'esperto costituisce un fattore di supporto e di facilitazione del processo negoziale, il cui apporto può risultare significativo nell'ambito del percorso, ma non certamente sostitutivo delle condizioni economiche, finanziarie e organizzative necessarie al risanamento dell'impresa.

Infine, dalle considerazioni raccolte in merito all'ultimo punto del questionario, si evince come il tema della nuova finanza rappresenti uno snodo centrale nella valutazione dell'effettiva capacità della composizione negoziata di condurre al risanamento dell'impresa. È possibile, in questa prospettiva, distinguere due macro-tipologie di percorsi.

Da un lato, si collocano le composizioni negoziate avviate in una fase ormai avanzata della crisi, caratterizzate dall'assenza di una reale possibilità di risanamento, dovuta all'irreversibilità degli squilibri economici, finanziari e patrimoniali che affliggono l'impresa, alla mancata individuazione delle cause della crisi o all'assenza di elementi di discontinuità nella *governance*. In tali ipotesi, la procedura tende a esaurire la propria funzione senza incidere in alcun modo sulle prospettive di risanamento dell'impresa.

⁵²A. SCARANELLO, *Il test pratico per l'accesso alla composizione negoziata della crisi*, in Commercialistatelematico.com, 2023,; «In sintesi, consiste in un indice di sostenibilità dei debiti finanziari e si fonda sul rapporto tra l'entità del debito che deve essere ristrutturato [A] e quella dei flussi finanziari liberi che possono essere posti annualmente al suo servizio [B]: il risultato indica il numero di anni entro i quali è ragionevole attendersi il ripianamento dell'esposizione. » Il seguente decreto alla Sez. I disciplina in particolare lo svolgimento del test.

Dall'altro lato, vi sono situazioni nelle quali l'imprenditore ha correttamente individuato le cause della crisi, ha predisposto un piano industriale credibile, ha introdotto elementi di discontinuità gestionale e ha avviato un percorso di effettivo risanamento del *business*. In questi casi, tuttavia, la variabile finanziaria assume un ruolo decisivo. L'accesso alla composizione negoziata determina frequentemente una contrazione del sostegno finanziario da parte del sistema bancario e dei fornitori, e più in generale della "finanza tradizionale", con la conseguenza che l'impresa, pur risanata sotto il profilo industriale, economico ed organizzativo, si trova priva delle risorse finanziarie necessarie a sostenere operativamente il rilancio.

Ne deriva che, anche in presenza di progetti di risanamento solidi e coerenti, l'assenza di apporti di nuova finanza (provenienti da partner industriali o da soggetti specializzati) può compromettere l'esito della procedura. La composizione negoziata finisce così, in numerosi casi, per evidenziare che la sola rinegoziazione dei rapporti esistenti non è sufficiente, rendendo l'ingresso di risorse finanziarie esterne una condizione imprescindibile per la continuità aziendale; in altri e più espliciti termini, volendo utilizzare una metafora, in fattispecie di questo tipo, la macchina (l'impresa) risulta correttamente ed adeguatamente rimessa a punto e pronta a correre, ma manca la benzina per farla funzionare (la nuova finanza).

In tutte queste ipotesi, dunque, la "variabile finanziaria" assume quella centralità e quella fondamentale rilevanza nell'ambito del percorso di risanamento che con il presente elaborato ci si è proposto di indagare e di approfondire; in contesti in cui la "finanza tradizionale" non riesce ad arrivare, la finanza specializzata e segnatamente i fondi di *turnaround* possono fornire all'impresa risanata ma senza "benzina" quelle dotazioni finanziarie indispensabili e vitali per assicurare il rilancio dell'impresa e per garantire una concreta ed effettiva continuità aziendale, come diffusamente ed analiticamente sarà illustrato nel prosieguo del presente elaborato.

Dalle risposte fornite emerge una sostanziale convergenza di impostazione su diversi profili, che consente di delineare una visione condivisa delle principali criticità e delle tensioni sistemiche che accompagnano la composizione negoziata nella sua concreta attuazione. Pur nella varietà delle esperienze considerate, si riscontra un allineamento nell'individuare alcune tensioni ricorrenti, che attengono tanto alla fase di accesso allo strumento quanto alla sua concreta capacità di condurre a un effettivo risanamento.

Da un lato, viene segnalato il rischio che la flessibilità del modello, in assenza di requisiti di accesso particolarmente stringenti, favorisca un utilizzo non sempre coerente con la finalità anticipatoria perseguita dal legislatore, specie quando la procedura venga attivata in una fase già avanzata della crisi. Dall'altro, emerge con chiarezza come l'effettività delle trattative e la funzionalità delle misure protettive dipendano in larga misura dalla presenza, sin dalle fasi iniziali, di un progetto di risanamento serio e credibile, nonché dalla qualità del confronto instaurato con il ceto creditorio.

Ulteriori profili di criticità si colgono nelle dinamiche negoziali con i creditori finanziari e nel ruolo centrale, ma al tempo stesso delicato, attribuito all'esperto, la cui autorevolezza e capacità di orientare il dialogo risultano determinanti pur in assenza di poteri autoritativi. In tale contesto, si evidenzia, infine, come in un numero significativo di situazioni, la composizione negoziata finisca per rivelare i limiti della sola rinegoziazione dei rapporti esistenti, ponendo al centro il tema dell'accesso a risorse finanziarie esterne quale condizione essenziale per la continuità aziendale.

Nel complesso, il quadro che si delinea è quello di uno strumento ancora in fase di assestamento, la cui fisionomia applicativa è destinata a definirsi progressivamente attraverso il confronto tra disciplina normativa, esperienza concreta, riflessione dottrinale ed evoluzione giurisprudenziale.

CAPITOLO II

Sommario:

2.1 – La funzione sistemica della nuova finanza nei percorsi di risanamento – 2.2 – Continuità aziendale e accesso al finanziamento nei processi di risanamento – 2.3 Prededuzione e allocazione del rischio nei finanziamenti all’impresa in crisi – 2.4 Governance e riorganizzazione degli assetti nei percorsi di risanamento – 2.5 *Segnali di finanziabilità: prospettive operative da un investitore specializzato*

2.1 La funzione sistemica della nuova finanza nei percorsi di risanamento

Se, come emerso nel capitolo precedente, la continuità diviene un valore sistemico, ne discende che la sua tutela non può essere demandata solo ed esclusivamente a strumenti procedurali o a meccanismi negoziali. Essa richiede, in modo strutturale, la disponibilità di risorse finanziarie idonee a sostenere l’impresa nel passaggio più delicato del percorso di risanamento, ossia la fase iniziale di riorganizzazione. In questa fase, l’apporto finanziario di soggetti specializzati, degli intermediari bancari o di partner strategici assume un ruolo centrale, poiché consente di mantenere operative le funzioni essenziali dell’impresa mentre si tenta di ristabilire l’equilibrio economico e finanziario.

La premessa di fondo è che la perdita della continuità non coincide necessariamente con l’assenza di prospettive industriali. Un’impresa può cessare l’attività non solo quando il modello di *business* risulta strutturalmente compromesso, ma anche quando difetta delle risorse finanziarie necessarie a sostenere il periodo di transizione richiesto dalla riorganizzazione. In questa fase, il fattore critico non è tanto la sostenibilità di lungo periodo, quanto la capacità di sostenere l’impresa durante il tempo tecnico indispensabile per intervenire sull’assetto produttivo, sui costi, sulle relazioni contrattuali e sulla governance, ovvero per consentire che gli interventi già adottati sul fronte industriale, organizzativo ed economico abbiano il tempo tecnico per dispiegare a pieno i loro effetti e determinare l’auspicata inversione di tendenza anche sotto il profilo della generazione di flussi di cassa positivi.

È proprio in questa dimensione temporale che si colloca il ruolo della nuova finanza. Essa non interviene per salvare imprese prive di futuro, né per garantire l’esito del risanamento,

ma per evitare che situazioni potenzialmente recuperabili vengano compromesse in modo irreversibile da una carenza di liquidità iniziale. In tale prospettiva, l'ordinamento si è attivato predisponendo strumenti che rendano possibile l'ingresso di risorse finanziarie nel momento in cui l'avversione al rischio è massima e la tentazione di interrompere ogni sostegno è più forte.

Infatti, come puntualmente sottolineato da recente dottrina, «il sistema bancario è sottoposto ad un apparato di regole di vigilanza sempre più penetrante, fondato sui principi di sana e prudente gestione di cui all'art. 5 TUB, sulle disposizioni di Banca d'Italia e sul quadro europeo in materia di classificazione delle esposizioni deteriorate (*unlikely to pay, non-performing exposures, calendar provisioning*). In questo scenario, l'accesso dell'impresa agli strumenti di composizione della crisi – *in primis* la composizione negoziata – viene sempre percepito come un *trigger* di rischio, idoneo a giustificare il declassamento automatico delle posizioni, la revisione delle linee di affidamento e la drastica riduzione della disponibilità a concedere nuova finanza, anche quando il piano di risanamento non preveda stralci né moratorie.»⁵³

Da qui nasce il tema della nuova finanza nella gestione della crisi: la centralità del tema non deve essere interpretato come un *favor* all'imprenditore, ma una componente significativa della strategia di sistema per evitare quella distruzione di valore tipica delle soluzioni puramente liquidatorie. La Direttiva (UE) 2019/1023, nel suo impianto complessivo, spinge proprio in questa direzione: anticipazione, ristrutturazioni preventive, protezione degli atti funzionali al risanamento e, soprattutto, incentivi perché il mercato (banche, intermediari, investitori) non sia paralizzato dalla paura di responsabilità o dal timore di non recuperare nulla.

Questa logica è chiarissima se ricondotta alla CNC che infatti non nasce come “procedura concorsuale” in senso tradizionale, ma come percorso negoziale assistito, con intervento del Tribunale solo ed esclusivamente quando serve, e con un obiettivo dichiarato: creare un contesto ordinato per trattare con il ceto creditorio e con tutti i soggetti interessati alla ristrutturazione con la precipua finalità di tentare il risanamento dell'impresa. Tuttavia, il percorso negoziale, per funzionare, ha bisogno di due elementi fondamentali: tempo e

⁵³ A. ELIA, *Nuova finanza, responsabilità bancaria e composizione negoziata: dalla diffidenza alla cultura del credito responsabile*, *Dirittodellacrisi.it*, 2026, Cap. 1

stabilità operativa. Il tempo si ottiene con la protezione e con la credibilità; la stabilità operativa, dall'altro lato, con risorse finanziarie.

Il problema, però, è evidente: il soggetto che investe risorse in un'impresa in crisi si espone principalmente a tre tipi di rischio. In *primis*, il rischio economico più classico: l'impresa non si risana e il finanziamento non viene restituito. In secondo luogo, il rischio "concorsuale": anche se il finanziamento ha un senso da un punto di vista economico, lo stesso - nella denegata ipotesi in cui il percorso di risanamento non abbia successo - potrebbe essere trattato come un credito chirografario e quindi falcidiato in un eventuale scenario concorsuale successivo. Ed infine un rischio più subdolo ma decisivo: il rischio di responsabilità per concessione imprudente o abusiva del credito, quindi - con facili e talvolta "comode" letture *ex post* da parte di un Curatore e di un Tribunale - per avere alimentato artificialmente la sopravvivenza di un'impresa destinata al *default*, con potenziale danno ai creditori sociali, con i conseguenti profili di responsabilità a carico del soggetto finanziatore.⁵⁴

Se questi rischi non venissero mitigati dall'Ordinamento, potrebbe accadere che la nuova finanza non entri affatto, oppure entri tardivamente, ovvero ancora entri solo a condizioni distruttive per l'imprenditore. In questo senso, la "*cultura del credito responsabile*"⁵⁵ non è un'astratta istanza retorica: è un cambio di paradigma e un mutamento di impostazione. L'Ordinamento tenta di perimetrare uno spazio in cui le banche, gli investitori specializzati e più in generale il mercato possano finanziare un risanamento che sia ben pianificato *ab origine* e ragionevolmente perseguibile. All'interno del CCII, questo perimetro è costituito soprattutto da due leve: da un lato, la prededuzione⁵⁶; dall'altro, un sistema di controllo e di autorizzazione del Tribunale in grado di evitare che la prededuzione diventi uno strumento di abuso a danno dei creditori preesistenti. Infatti, «in tema di autorizzazioni giudiziali nella composizione negoziata il nuovo decreto correttivo, D. Lgs. n. 136/2024, interviene essenzialmente per precisare, con riferimento all'autorizzazione alla contrazione di finanziamenti, il perimetro di questi ultimi e gli effetti della prededuzione, chiarendo che questi permangono, qualunque sia l'esito della composizione negoziata, nelle successive procedure esecutive o concorsuali anche

⁵⁴ E.STAUNOVO POLACCO, *Concessione abusiva di credito e responsabilità delle banche nella composizione negoziata della crisi d'impresa*, Ristrutturazioni Aziendali, 2025, Cap. 4

⁵⁵ A. ELIA, *Nuova finanza, responsabilità bancaria e composizione negoziata: dalla diffidenza alla cultura del credito responsabile*, op. cit.

⁵⁶ Art. 6 CCII

*quando si susseguono più procedure. In particolare, l'art. 22, comma 1, lett. a) prevede che l'autorizzazione del Tribunale è necessaria ai fini del riconoscimento della prededuzione e che i finanziamenti possono avere qualsiasi forma, compresa la richiesta di emissione di garanzie; precisa ancora che il Tribunale può autorizzare l'accordo con la banca e l'intermediario finanziario alla riattivazione delle linee di credito sospese.»*⁵⁷

Risulta evidente che la prededuzione non è riducibile ad una misura premiale per i finanziatori, ma appare piuttosto un incentivo tecnico. La *ratio* che guida la disciplina della prededucibilità è che coloro che si espongono finanziariamente nel momento più rischioso al fine di tenere in vita l'impresa e massimizzare la soddisfazione complessiva dei creditori, meritano un trattamento diverso e migliore rispetto a chi non è intervenuto o rispetto ai crediti anteriori che già esistevano prima della crisi. Ma tutto ciò ha una sua logica a condizione che il finanziamento sia realmente correlato ad un percorso serio di risanamento; diversamente opinando, infatti, la prededuzione diventerebbe uno strumento di abuso capace di drenare liquidità a favore di pochi e a danno di molti. Ed è proprio in ragione della delicatezza dello strumento e dei possibili abusi che la norma (art. 22, comma 1, lett. a), CCII) espressamente prevede la specifica e motivata autorizzazione del Tribunale al fine della concessione della prededucibilità.

Ed è in questa fase che si sviluppa il punto centrale del ragionamento: la nuova finanza è compatibile con la tutela dei creditori solo se è governata dalla funzionalità. Funzionalità alla continuità come strumento del risanamento e del miglior soddisfacimento dei creditori.

Questo punto è confermato molto chiaramente da un passaggio decisivo che emerge da una recente pronuncia giurisprudenziale in materia.⁵⁸ In tema di finanziamenti prededucibili nella composizione negoziata, per integrare il vincolo di funzionalità

⁵⁷ G. IVONE, *I finanziamenti prededucibili nella composizione negoziata*, Dirittodellacrisi.it, 10 Dicembre 2025, Cap.1.

⁵⁸ Trib. Ordinario di Brescia, Sezione IV civile procedure concorsuali – esecuzioni, 29 Ottobre 2024, n. 14474: « Sul punto, peraltro, ritiene questo giudice di dover precisare che, trattandosi di autorizzazione formulata nell'ambito di un percorso di composizione negoziata, affinché sussista il vincolo di funzionalità in esame non basta che il finanziamento risulti strumentale alla mera continuità dell'attività di impresa svolta da parte istante ma occorre altresì che esso sia strumentale al perseguimento della finalità propria della composizione negoziata, ovverosia al risanamento dell'impresa. Del resto, se il riconoscimento del carattere prededucibile del finanziamento vuole costituire un'assicurazione per il soggetto finanziatore il quale decide di sostenere l'imprenditore che versando in condizioni di squilibrio patrimoniale, economico e finanziario accede alla composizione negoziata allo scopo di riacquistare una condizione di equilibrio, esso pare dover essere garantito soltanto qualora l'attività a sostegno della quale è promossa l'autorizzazione ex art. 22 CCII appare strumentale a perseguire detto risultato. ».

occorre che il finanziamento sia strumentale alla finalità propria della composizione negoziata, cioè al risanamento dell'impresa inteso in senso sostanziale. Questo orientamento è di fondamentale importanza perché sposta l'asse del ragionamento: non è sufficiente che l'impresa sopravviva ma occorre dimostrare anche in ottica prospettica, che quella sopravvivenza è parte di un percorso credibile verso un equilibrio, o comunque verso una soluzione ordinata che preservi valore rispetto all'alternativa liquidatoria.

Qui si innesta anche la riflessione sulla responsabilità bancaria e sulla “diffidenza” del sistema creditizio. Le Banche, specialmente alla luce degli stringenti vincoli nazionali ed europei hanno un approccio molto prudente. Qualora finanziando un'impresa in stato di squilibrio finanziario dovessero successivamente subire l'impatto economico di una liquidazione giudiziale, non solo rischierebbero di ottenere molto meno rispetto al credito vantato ma, in taluni casi, potrebbero violare regolamenti bancari fino ad arrivare alle ipotesi patologiche di responsabilità civili e addirittura penali. Quanto affermato emerge con chiarezza da una recente pronuncia della Cassazione.⁵⁹

Da tale impostazione discende l'esigenza che l'ordinamento consenta agli investitori di sostenere percorsi di risanamento quando essi appaiano ragionevolmente praticabili, senza che il sostegno creditizio venga disincentivato per il timore di possibili responsabilità. Al contempo, il sistema deve prevedere adeguati presidi volti a evitare che il finanziamento si traduca in una “complicità” nella prosecuzione della crisi. Tali presidi possono essere individuati, in particolare, nel parametro della funzionalità dell'intervento al risanamento e nel criterio di selettività delle operazioni meritevoli di sostegno.

Inoltre, pur restando la gestione dell'impresa in capo all'imprenditore, l'autorizzazione giudiziale alla contrazione di nuova finanza prededucibile si fonda su una valutazione

⁵⁹ Cass. 4 novembre 2024, n. 28320: « la condotta illecita di chi, in simmetria con il ricorso abusivo al credito, tale credito accordi, qualificata come "concessione abusiva di credito", consiste nell'agire del finanziatore che conceda, o continui a concedere, incautamente, credito in favore dell'imprenditore che versi in istato d'insolvenza o comunque di crisi conclamata, in violazione dell'obbligo di valutare con prudenza la concessione del credito ai soggetti finanziati, in particolare ove in difficoltà economica. Questa erogazione del credito abusiva, perché effettuata, con dolo o colpa, ad impresa che si palesa in una situazione di difficoltà economico-finanziaria ed in mancanza di concrete prospettive di superamento della crisi, integra un illecito del soggetto finanziatore, per essere egli venuto meno ai suoi doveri primari di una prudente gestione, che obbliga il medesimo al risarcimento del danno, ove ne discenda l'aggravamento del dissesto favorito dalla continuazione dell'attività d'impresa. Non integra, invece, abusiva concessione di credito la condotta della banca che, pur al di fuori di una formale procedura di risoluzione della crisi dell'impresa, abbia assunto un rischio non irragionevole, operando nell'intento del risanamento aziendale ed erogando credito ad un'impresa suscettibile, secondo una valutazione ex ante, di superamento della crisi o almeno di proficua permanenza sul mercato, sulla base di documenti, dati e notizie acquisite, da cui sia stata in buona fede desunta la volontà e la possibilità del soggetto finanziato di utilizzare il credito ai detti scopi ».

necessariamente articolata e di natura prognostica, volta a verificare se l'apporto di liquidità sia effettivamente strumentale al buon esito del percorso di risanamento.

In tale perimetro si colloca la verifica della funzionalità del finanziamento, da un lato, alla continuità aziendale quale esito prospettico del risanamento e, dall'altro, alla migliore soddisfazione dei creditori, da accertarsi mediante una comparazione tra lo scenario in cui la liquidità non venga erogata e quello in cui l'impresa possa beneficiarne, pur a fronte della nascita di un nuovo credito in prededuzione. A riprova di ciò si segnala che recenti interventi giurisprudenziali hanno previsto che *“è meritevole di accoglimento l'istanza di autorizzazione a contrarre finanziamenti prededucibili inizialmente rigettata, ma riproposta dalla società debitrice successivamente a sviluppi tali da configurare la prosecuzione dell'esercizio a cui il finanziamento è strumentale come vantaggiosa per i creditori e da rendere prevedibili adesioni sufficienti a consentire il perfezionamento di un accordo di ristrutturazione.”*⁶⁰

Il procedimento autorizzatorio si caratterizza per snellezza e flessibilità: il Tribunale, in composizione monocratica, ascolta le parti interessate, acquisisce le informazioni necessarie e, ove opportuno, si avvale di un ausiliario; la valutazione si incentra sull'equilibrio tra il sacrificio imposto al ceto creditorio dalla prededucibilità e l'utilità derivante dalla prosecuzione dell'attività, secondo una logica di tutela dinamica del credito

La disciplina consente anche il ricorso a più richieste successive di nuova finanza, imponendo, tuttavia, un rinnovato accertamento dei presupposti in ciascuna occasione, sulla base di un *business plan* aggiornato e dello stato delle trattative. In tali ipotesi, il Giudice è chiamato a coinvolgere nuovamente l'esperto, richiedendo una sintetica relazione sull'andamento del confronto con i creditori e procedendo, se necessario, all'aggiornamento della verifica tecnica circa la funzionalità dell'operazione.⁶¹

Un ulteriore profilo di rilievo è rappresentato dalla stabilità degli effetti degli atti autorizzati: la prededucibilità dei finanziamenti si conserva anche qualora la composizione negoziata non conduca a un accordo, ma sfoci successivamente in altri strumenti di regolazione della crisi o dell'insolvenza. I chiarimenti introdotti dal

⁶⁰ Tribunale Bologna, sez. IV civile e proc. Concorsuali, 9 Gennaio 2023, n. 17212 con note di S. D'orsi, in *Dirittodellacrisi.it*

⁶¹ S. AMBROSINI, *La composizione negoziata compie un anno: breve itinerario fra le prime applicazioni, Ristrutturazioni aziendali*, 2022, Cap. 11, p.14

correttivo del 2024 hanno rafforzato tale impostazione, ammettendo l'attuazione dell'autorizzazione anche dopo la chiusura della procedura, purché coerente con quanto previsto nel provvedimento giudiziale o nella relazione finale dell'esperto.⁶² Nel complesso, la nuova finanza prededucibile si configura come uno strumento molto rilevante per il successo della composizione negoziata: infatti, incentiva l'afflusso di liquidità in una fase delicata, riduce l'incertezza tipica del periodo pre-concorsuale e rende concretamente praticabile un percorso di risanamento fondato sulla continuità aziendale, nel rispetto di un bilanciamento ragionato tra esigenze dell'impresa e tutela dei creditori.

In questa logica, la funzione della prededuzione è anche psicologica e di mercato: consente di superare un blocco. Nel momento in cui chi finanzia sa che il proprio credito, in caso di esito negativo, è comunque protetto, gli scetticismi di investire in situazioni “*distressed*”⁶³ si riducono.

2.2 – Continuità aziendale e accesso al finanziamento nei processi di risanamento

In una prospettiva aziendalistica, che muove dall'idea, tradizionalmente ricondotta alla definizione di Gino Zappa, dell'azienda quale istituto economico destinato a perdurare nel tempo⁶⁴, l'impresa può dirsi in continuità quando, sulla base delle previsioni relative ai flussi finanziari prospettici, risulta in grado di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni. Tale condizione presuppone che le risorse liquide generate dalla gestione ordinaria, unitamente alle disponibilità già esistenti o prontamente attivabili, consentano

⁶² A. ELIA, *Nuova finanza, responsabilità bancaria e composizione negoziata: dalla diffidenza alla cultura del credito responsabile*, Dirittodellacrisi.it, cit. Cap. 7, pp.22-23.

⁶³ D. BOFFI – M. MAESTRINI, *Distressed M&A: la gestione dei rapporti di lavoro nelle imprese in crisi, Non solo diritto bancario*, Dirittobancario.it, 2025,; «Le operazioni di merger and acquisition realizzate in un contesto di crisi (le cosiddette Distressed M&A, ossia processi di fusione, acquisizione o cessione in aziende che attraversano crisi economiche, ristrutturazioni o procedure concorsuali) rappresentano uno dei terreni più complessi e delicati del diritto d'impresa contemporaneo. La complessità non dipende soltanto dalla fragilità finanziaria e patrimoniale delle società coinvolte, ma anche e soprattutto dal fatto che in esse si intrecciano interessi diversi e talvolta contrapposti: da un lato, quello dell'acquirente che mira a rilevare l'azienda a condizioni sostenibili con la prospettiva di un rilancio industriale; dall'altro, quello dei creditori, i quali confidano nella massimizzazione della soddisfazione delle loro ragioni; e infine quello dei lavoratori, che rivendicano la continuità del rapporto di lavoro e la tutela dei diritti acquisiti. »

⁶⁴ GINO ZAPPA, *Le produzioni nell'Economia delle Imprese*, Vol. I, Giuffrè, Milano, 1956. « l'azienda è un istituto economico destinato a perdurare che, per il soddisfacimento di bisogni umani, ordina e svolge in continua coordinazione, la produzione o il procacciamento e il consumo della ricchezza. »

di far fronte sia alle passività già maturate sia a quelle in corso di maturazione nell'ambito dell'attività caratteristica.⁶⁵

La finanziabilità in un momento di squilibrio comporta dunque delle riflessioni più approfondite: se, infatti, fino ad ora abbiamo constatato il valore sistemico della continuità, ciò non vuol dire, come è agevole intuire, che essa sia un valore automaticamente superiore a qualsiasi tutela del credito. Significa, piuttosto, che la continuità è uno strumento potenzialmente idoneo e adeguato a massimizzare il valore e la soddisfazione dei creditori. Il Giudice, quindi, quando valuta la nuova finanza (o quando valuta misure protettive che consentono di negoziare), compie in sostanza un'operazione coerente con la nuova cultura: non chiede la certezza del successo, ma chiede che il tentativo di risanamento sia ragionevolmente e concretamente perseguibile.⁶⁶

Su questo punto occorre muovere da una premessa, che impone onestà concettuale e rigore giuridico: nessuna norma è in grado di garantire l'esito positivo di un'operazione di nuova finanza in un contesto di crisi. Il diritto non produce risanamenti in senso sostanziale, ma predispone cornici all'interno delle quali il risanamento diviene, in termini probabilistici, più plausibile. I meccanismi di protezione predisposti dall'Ordinamento e, in particolare, la prededuzione, riducono alcuni rischi tipici dell'intervento finanziario in situazioni *distressed*, ma ovviamente non eliminano quello strutturale e incompressibile, rappresentato dal possibile insuccesso del tentativo di risanamento.

In questa prospettiva, si colloca in modo significativo l'orientamento espresso dalla giurisprudenza di merito più recente, che ha progressivamente innalzato l'asticella della funzionalità richiesta, ancorandola non alla mera prosecuzione dell'attività, ma alla sua effettiva strumentalità rispetto a un progetto di risanamento.⁶⁷ Tale impostazione risponde ad un'esigenza di sistema: evitare che la prededuzione si trasformi in uno strumento di

⁶⁵ S. AMBROSINI, *La continuità aziendale (diretta e indiretta) fra diritto contabile e disciplina della crisi d'impresa, profili ricostruttivi e sottotipi concordatari*, Ilcaso.it, 2024, Cap. 1

⁶⁶ Art. 12 c.1 CCII

⁶⁷ Trib. Ordinario Brescia, Sezione IV civile procedure concorsuali – esecuzioni, 29 Ottobre 2024, n. 14474, con note di Maria Alessia di Gioia, *Dirittodellacrisi.it*: « *In tema di finanziamenti prededucibili contraibili in sede di composizione negoziata, affinché sussista il vincolo di funzionalità non basta che il finanziamento risulti strumentale alla mera continuità dell'attività di impresa svolta da parte istante, ma occorre altresì che esso sia strumentale al perseguimento della finalità propria della composizione negoziata, ovvero sia al risanamento dell'impresa inteso quale riequilibrio della sua condizione patrimoniale, economica e finanziaria.* »

sostegno a continuità solo formali, destinate unicamente a procrastinare l'emersione dell'insolvenza e a consumare, in modo più silenzioso, il residuo valore dell'impresa.

In questo quadro, si colloca il ruolo centrale delle banche, la cui decisione di mantenere o interrompere il sostegno creditizio incide direttamente sulla sorte dell'impresa e non può essere né automatica né indiscriminata. La composizione negoziata opera come strumento di razionalizzazione di tale scelta, poiché, attraverso l'esperto indipendente e l'eventuale intervento giudiziale, riduce le asimmetrie informative e ancora la decisione di finanziare a elementi oggettivi e tracciabili. Ciò rende l'ingresso di nuova finanza maggiormente efficace, in quanto riconducibile ad un tentativo ragionevole di preservare valore e non ad un sostegno privo di basi prospettiche.

Secondo quanto fin ora affermato, emerge con chiarezza che la prededuzione e i meccanismi di autorizzazione e controllo non tutelano soltanto il singolo finanziatore, ma proteggono la possibilità stessa di un "mercato della crisi" funzionante. Ciò risulta particolarmente evidente con riferimento ai fondi di *turnaround*, che, per loro natura, operano laddove altri operatori si ritirano. In assenza di un contesto normativo minimamente affidabile, tale capitale resterebbe escluso dal mercato o vi entrerebbe esclusivamente a condizioni fortemente distruttive.

Inoltre, il tema si collega alla dinamica tipica delle operazioni di risanamento, nelle quali l'isolata ristrutturazione del debito raramente è sufficiente a garantire il pieno recupero dell'impresa. Talvolta, infatti, il risanamento può richiedere una combinazione di interventi: ristrutturazione del passivo, nuova finanza, apporti di capitale o strumenti quasi-equity⁶⁸, nonché una discontinuità gestionale o industriale. La composizione negoziata può costituire e, nello spirito del legislatore, deve costituire, il contesto nel quale tale combinazione viene costruita, ma solo a condizione che l'impresa riesca a restare operativa nel frattempo. In questo senso, la nuova finanza assume una funzione cardine: non rappresenta il fine del percorso ma il mezzo che consente di rendere il risanamento effettivamente negoziabile.

⁶⁸ ABCinvestimenti.com: « *Quasi-equity* è il termine per indicare strumenti finanziari che si inseriscono tra il debito e l'*equity* di un'azienda. Gli strumenti di quasi-equity hanno un diritto di prelazione in caso di fallimento della società inferiore ai creditori ma superiore agli azionisti. Gli strumenti di quasi-equity possono assumere la forma di debito o di *equity*.».

In questo senso, la nuova finanza diventa una componente della tutela del valore: se si finanzia per preservare il valore sistemico del *going concern*⁶⁹, si preservano anche i valori immateriali (avviamento, contratti, *know-how*, *brand*, filiera, reputazione) che in liquidazione tendono a dissolversi. Pertanto, come già affermato *supra*, Cap. 1, la tutela del credito assume, anche alla luce delle suddette riflessioni, una dimensione dinamica marcando una evidente discontinuità con la visione del patrimonio del debitore come unica garanzia.

2.3 – Prededuzione e allocazione del rischio nei finanziamenti all'impresa in crisi

Nel sistema delineato dal Codice della crisi, la nuova finanza non è concepita come uno strumento volto a garantire l'esito positivo del risanamento, risultato che il diritto, per sua natura e come è ovvio, non è in grado di assicurare, ma come un mezzo idoneo a rendere concretamente praticabile un tentativo ordinato di superamento della crisi, all'interno di una cornice normativa di sicurezza e tutela per tutti i soggetti coinvolti. Essa consente, infatti, di sottrarre l'impresa ad una logica rigidamente alternativa che, nel modello tradizionale, lasciava spazio quasi esclusivamente alla prosecuzione disordinata dell'attività ovvero all'immediata liquidazione, favorendo invece l'avvio di un percorso di gestione della criticità più razionale e governabile.

Tale impostazione, come più volte ribadito, si colloca in linea con il più ampio orientamento europeo espresso dalla Direttiva (UE) 2019/1023, che promuove l'adozione di strumenti di ristrutturazione preventiva volti a consentire alle imprese economicamente sostenibili di superare tempestivamente le situazioni di difficoltà, preservando il valore aziendale e riducendo il ricorso a soluzioni meramente liquidatorie.⁷⁰

In questa prospettiva, la nuova finanza assume una funzione di razionalizzazione della crisi, trasformando una situazione emergenziale in un processo strutturato nel quale le

⁶⁹ M. SPIOTTA, *La (rafforzata) continuità aziendale nel contesto dei rinnovati strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, Dirittodellacrisi.it, 2025, p. 23: « *In sintesi e in chiusura: navigare necesse est, mutare quoque avendo come bussola il going concern, che oggi, a tutti gli effetti, è diventata una nuova ratio decidendi.*».

⁷⁰ Ad es. si veda l'art. 6 Direttiva Insolvency 2019/1023 che prevede esplicitamente la creazione di un sistema di regole atte a velocizzare ed efficientare la gestione della crisi per non dissuadere gli investitori specializzati ad investire: « *La durata eccessiva delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione in vari Stati membri è un fattore determinante dei bassi tassi di recupero e dissuade gli investitori dall'operare nelle giurisdizioni in cui le procedure rischiano di durare troppo e di essere indebitamente dispendiose.* »

decisioni dell'imprenditore, dei creditori e dei finanziatori, nonché, ove necessario, dell'Autorità Giudiziaria, si fondano su un patrimonio informativo progressivamente più completo e affidabile. In tale quadro, come visto, la prededuzione rappresenta lo strumento principale attraverso cui l'ordinamento incentiva l'apporto di nuove risorse finanziarie, rendendo possibile l'avvio e la gestione di percorsi di risanamento.

Tuttavia, come emerge chiaramente dalla disciplina positiva e dalle elaborazioni dottrinali più avvertite, la prededuzione non può essere intesa come una mera forma di garanzia rafforzata a favore del finanziatore. Essa si configura piuttosto come una tecnica di allocazione del rischio, che incide consapevolmente sulla distribuzione delle possibili perdite in funzione di una scelta di *policy*: privilegiare il tentativo di risanamento rispetto alla cristallizzazione immediata delle posizioni creditorie. La compressione del principio della *par condicio creditorum*⁷¹ comporta, infatti, un sacrificio per i creditori anteriori, i quali accettano che una quota del valore futuro dell'impresa venga destinata alla soddisfazione di crediti sorti successivamente all'emersione della crisi. Proprio per detta ragione, il legislatore e, con ancora maggiore rigore, la giurisprudenza insistono sul requisito della funzionalità della nuova finanza⁷²: il sacrificio imposto risulta giustificato soltanto se l'intervento finanziario è inserito in un percorso che, secondo una seria e ponderata valutazione prospettica, dovrebbe assicurare un esito complessivamente migliore rispetto all'alternativa liquidatoria.

Il giudizio di funzionalità non si traduce in una valutazione di merito economico sull'opportunità dell'operazione, ma assume la forma di un controllo di razionalità, volto a verificare la coerenza della nuova finanza con un progetto di risanamento non manifestamente irrazionale e sorretto da presupposti informativi adeguati.

⁷¹ Tribunale di Udine, 26 Ottobre 2023, n. 31725, Ilcaso.it, p. 6, con note di FRANCO BENASSI: « *Quanto al punto a), occorre ribadire che la composizione negoziata della crisi non costituisce una procedura concorsuale. Da ciò discende che non c'è alcun obbligo a carico dell'imprenditore che vi accede di coinvolgere tutti i creditori nelle trattative; non vi è alcun ordine di distribuzione delle somme, non dovendosi rispettare la par condicio creditorum; non c'è necessità di impedire ai creditori di acquisire posizioni di vantaggio, non a caso non sono inibiti pagamenti e il debitore rimane in bonis.* »

⁷² G. ROCCA – L. MORELLINI, Il finanziamento alle imprese nel codice della crisi e dell'insolvenza, Commissione crisi, ristrutturazione e risanamento di impresa, Ordine dei commercialisti e degli esperti contabili di Milano, I quaderni ed. 91, 2024, Cap. 2.2, p.18: « *Il tribunale, sentite le parti interessate e assunte le necessarie informazioni, verifica la funzionalità del finanziamento alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori provvedendo anche, ove occorra, alla nomina dell'ausiliario ai sensi dell'art. 68 (Altri ausiliari) cod. proc. civ. Decide in composizione monocratica sulla base di una comparazione degli interessi in gioco: tra l'impatto della prededucibilità della nuova finanza e l'utilità (per i creditori) che consegua alla prosecuzione dell'attività di impresa* »

Questo controllo, come si è visto *supra* par. 3.1, opera *ex ante* e si fonda su un insieme di elementi documentali, informativi e procedurali che consentono di escludere l'uso distorto dello strumento. La nuova finanza, quindi, non entra nel sistema come elemento eccezionale, ma come componente strutturale della gestione della crisi. Ciò emerge con particolare evidenza se si osserva che la prededuzione non è confinata alla composizione negoziata, ma attraversa l'intero diritto della regolazione della crisi: dal concordato preventivo in continuità agli accordi di ristrutturazione, fino alle ipotesi di finanziamenti interinali e urgenti. Questa trasversalità conferma che la funzione della nuova finanza è sistemica e non legata a un singolo strumento.

Nel contesto della composizione negoziata, tuttavia, la questione assume tratti peculiari. La CNC non è una procedura concorsuale in senso stretto, ma un percorso assistito, fondato sulla negoziazione e sulla responsabilizzazione dell'imprenditore. In questo scenario, l'ingresso di nuova finanza non è automaticamente garantito da uno "schema procedurale" forte, ma dipende dalla capacità del sistema di costruire fiducia. La prededuzione, unita al ruolo dell'esperto e all'eventuale intervento giudiziale selettivo, svolge proprio questa funzione: riduce l'asimmetria informativa e rende la decisione di finanziare più difendibile.

Inoltre, accanto al meccanismo della prededuzione, il sistema offre un ulteriore presidio volto a rafforzare l'affidamento dei soggetti disposti a sostenere finanziariamente l'impresa in difficoltà. L'art. 24 del Codice della crisi prevede infatti la non assoggettabilità ad azione revocatoria degli atti, dei pagamenti e delle garanzie compiuti nel corso della composizione negoziata in coerenza con le trattative o previa autorizzazione dell'autorità giudiziaria.⁷³ La norma assume un rilievo significativo sotto il profilo degli incentivi all'ingresso di nuova finanza. La possibilità che gli atti compiuti nella fase delle trattative conservino stabilità anche nell'eventuale successiva apertura di una procedura concorsuale riduce, infatti, uno dei principali fattori di incertezza che tradizionalmente caratterizzano il finanziamento delle imprese in situazione di crisi. In questa prospettiva, la protezione dalla revocatoria si affianca alla prededuzione come ulteriore strumento di tutela dell'affidamento del finanziatore: se, infatti, la prededuzione assicura una posizione privilegiata nella distribuzione del valore futuro, la stabilità degli

⁷³ Art. 24 c.2 CCII: « Non sono soggetti all'azione revocatoria di cui all'articolo 166, comma 2, gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere dall'imprenditore nel periodo successivo alla accettazione dell'incarico da parte dell'esperto, purché coerenti con l'andamento e lo stato delle trattative e con le prospettive di risanamento esistenti al momento in cui sono stati compiuti. »

atti garantisce che l'operazione finanziaria non venga successivamente rimessa in discussione. L'ordinamento costruisce così un quadro di incentivi volto a rendere giuridicamente sostenibile l'assunzione di rischio da parte dei soggetti che decidono di intervenire nella fase più delicata del percorso di risanamento.

Completando il ragionamento, uno degli aspetti più delicati, riguarda il comportamento degli intermediari finanziari. L'esperienza pratica degli ultimi anni mostra infatti come le banche, pur in presenza di strumenti giuridici favorevoli, tendano spesso ad assumere un atteggiamento difensivo di fronte alla crisi; sospensione delle linee di credito, richiesta di rientri immediati o estrema rigidità nell'applicazione dei *covenant*⁷⁴ possono determinare un effetto a catena, aggravando la crisi anziché contenerla. In questo contesto, la nuova finanza non è solo un problema di incentivi giuridici, ma anche di cultura del credito. La dottrina ha sottolineato come la composizione negoziata possa svolgere una funzione di "normalizzazione" del dialogo tra impresa e sistema bancario.⁷⁵ La presenza dell'esperto, la tracciabilità delle trattative e la possibilità di un controllo giudiziale mirato consentono di spostare la decisione bancaria da una logica puramente difensiva ad una valutazione più razionale del rischio. Ciò non significa naturalmente che la banca debba finanziare sempre, ma che la scelta di non finanziare debba essere il risultato di un'analisi informata, e non di un automatismo legato alla sola emersione della crisi. La nuova finanza assume, quindi, una dimensione che va oltre il singolo rapporto di credito. Essa contribuisce alla costruzione di un mercato della crisi più maturo, nel quale il rischio è distribuito in modo consapevole e le decisioni sono fondate su informazioni verificabili. In questo senso, la prededuzione e l'art. 24 CCII non proteggono soltanto il finanziatore, ma altresì la possibilità stessa che esista un'offerta di capitale per le imprese in difficoltà.

Proprio per la diffidenza delle banche nelle situazioni "*distressed*", accanto alle banche, assume rilievo crescente il ruolo di altri soggetti, quali i soci e gli investitori specializzati

⁷⁴ Per una definizione di *Covenant*, Wikipedia: « *Covenant*, nella finanza, è un termine che indica un accordo che intercorre tra un'impresa e i suoi finanziatori, che mira a tutelare questi ultimi dai possibili danni derivanti da una gestione eccessivamente rischiosa dei finanziamenti concessi. L'accordo prevede clausole vincolanti per l'impresa, pena il ritiro dei finanziamenti o la loro rinegoziazione a condizioni meno favorevoli. Dal punto di vista del finanziatore, il *covenant*, serve a ridurre il proprio rischio di credito, cioè ridurre l'esposizione patrimoniale all'insolvenza del prestatore di fondi. ».

⁷⁵ Così, L. FILIPPONI, Strumenti di regolazione della crisi e nuova finanza: le ragioni di un rapporto problematico, cit., secondo cui: « tale coordinamento consentirebbe di dare effettiva attuazione agli obiettivi prefissati dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, che (...) si pone in una prospettiva volta a 'normalizzare' la situazione di difficoltà dell'impresa, considerandola fisiologica, consentendo l'emersione tempestiva della stessa e concedendo all'imprenditore la chance di risanare la sua attività lasciando al fallimento – ora liquidazione giudiziale – uno spazio residuale. Ma tale chance, in assenza di un libero e responsabile sostegno da parte del sistema bancario, non potrà mai concretamente avverarsi ».

in operazioni di *turnaround*. Il Codice della crisi, attenuando il regime di postergazione dei finanziamenti dei soci,⁷⁶ riconosce implicitamente che il capitale “interno” può svolgere una funzione essenziale nella fase di risanamento. Anche in questo caso, la prededuzione non è un premio, ma uno strumento per allineare gli incentivi: se il socio è chiamato a sostenere l’impresa in crisi, deve poter contare su una tutela minima che stimoli il suo intervento. Il coinvolgimento di fondi di *turnaround* e di investitori istituzionali introduce, inoltre, una dimensione ulteriore: la nuova finanza non si limita più al debito, ma si intreccia con operazioni sul capitale, con strumenti ibridi e, talvolta, con interventi sulla *governance*. La composizione negoziata può diventare il “contenitore” in cui queste operazioni vengono preparate e rese possibili, ma solo se l’impresa riesce a restare operativa durante la complessa e delicata fase della “messa a terra” delle iniziative industriali, organizzative ed economiche finalizzate e funzionali alla ristrutturazione. Anche sotto questo profilo, quindi, la nuova finanza svolge una funzione spesso dirimente, senza la quale il risanamento rischia di restare un progetto teorico.

Una considerazione merita anche il fatto che il sistema bancario, tradizionalmente, rappresenta il primo interlocutore dell’impresa anche nella fase di difficoltà. Tuttavia, come evidenziato dalla dottrina sul credito responsabile, le banche operano entro vincoli prudenziali e regolamentari che limitano fortemente la loro capacità di assumere nuovo rischio in presenza di segnali di crisi. L’apertura di una procedura di regolazione della crisi, o anche la sola emersione di squilibri significativi, tende a innescare comportamenti difensivi, quali la riduzione degli affidamenti, il rientro delle esposizioni o la revisione delle condizioni contrattuali. Tali condotte, pur razionali dal punto di vista del singolo intermediario e talvolta imposte dai regolamenti prudenziali, possono produrre effetti sistemici distorsivi, accelerando il deterioramento della situazione aziendale e rendendo più difficile il risanamento. È proprio per superare questo corto circuito che, nel nuovo diritto della crisi, assume rilievo crescente la figura di soggetti finanziari specializzati, in grado di operare secondo logiche differenti rispetto al credito tradizionale. I fondi di *turnaround* si collocano in questo spazio, caratterizzandosi come investitori disposti ad assumere rischio elevato in contesti di squilibrio, a fronte della possibilità di un recupero di valore attraverso la riorganizzazione industriale, finanziaria e gestionale dell’impresa. A differenza delle banche, tali operatori non si limitano a finanziare l’esistente, ma

⁷⁶ Art. 22 c.1 lett. B: « Su richiesta dell'imprenditore il tribunale, verificata la funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori, può: [...] autorizzare l'imprenditore a contrarre finanziamenti dai soci prededucibili; »

intervengono attivamente nella ridefinizione delle strategie aziendali, nella ristrutturazione della *governance* e, spesso, mediante l'apporto di capitale di rischio (*Equity injection*).⁷⁷ La letteratura economico-aziendale sul *turnaround*, mette in luce come i processi di risanamento efficaci richiedano una combinazione di misure che vanno ben oltre la semplice iniezione di liquidità. Il *turnaround* è descritto come un percorso articolato, che comprende fasi di stabilizzazione finanziaria, di riorientamento strategico e di rilancio competitivo, spesso accompagnate da operazioni di M&A o da interventi sul capitale.⁷⁸ La disponibilità di nuove risorse finanziarie serve a creare il tempo e lo spazio necessari affinché le misure di riorganizzazione possano produrre effetti, evitando che la pressione immediata dei creditori conduca all'impossibilità di tenere in vita l'impresa (c.d. finanza ponte).⁷⁹ La prededuzione, i finanziamenti autorizzati e le misure protettive costituiscono tasselli di un sistema che mira a rendere il rischio del finanziatore giuridicamente sostenibile, senza trasformarlo in un privilegio indiscriminato. Il filo conduttore resta quello della funzionalità al risanamento: l'intervento finanziario è giustificato solo nella misura in cui contribuisca concretamente alla conservazione o alla rigenerazione del valore aziendale oltre che alla miglior soddisfazione dei creditori.⁸⁰

Come evidenziato dal Professor Maurizio Dallochio in un recente articolo, il ricorso al capitale di rischio nelle operazioni di *turnaround* continua a scontare diffuse diffidenze di natura culturale, spesso fondate su una rappresentazione distorta degli operatori specializzati come soggetti meramente speculativi e ad alto impatto sociale.⁸¹ Le evidenze

⁷⁷ G. ROCCA - F.C. PAPA, Il finanziamento alle imprese nel codice della crisi e dell'insolvenza, cit. Cap 21, P. 268,: « Dal 2008 a oggi sono variate sia le modalità di gestione delle crisi aziendali che soprat tutto gli attori coinvolti. Si è passati da una gestione dei crediti deteriorati che ha vi sto dapprima come principali operatori/interlocutori delle imprese, gli istituti bancari, creditori diretti, con strategie volte ad un allungamento delle tempistiche di rientro, nell'attesa di «momenti migliori». Nel tempo sono stati introdotti strumenti sempre più complessi e articolati (ie: SFP, cartolarizzazioni, etc), ed è stato effettuato un im portante processo di deconsolidamento dei crediti in capo alle banche, tant'è che dal picco di circa 340 miliardi di Euro di NPE nel 2015, nel 2022 gli stessi risultavano pari a circa 60 miliardi di Euro. Tale processo ha condotto all'ingresso e allo sviluppo di operatori, con caratteristiche e specializzazioni differenti, tra cui servicer a cui viene affidata la gestione del credito, fondi di special situation, challenge bank spesso operanti nell'ambito della concessione di nuova finanza (a breve e medio/lungo termine), etc. Tali operatori hanno assunto e Quaderno 91 Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa 269 assumono un ruolo sempre più di rilievo nel settore, cambiandone, in parte, le dina miche e modalità operative in considerazione dei diversi obiettivi e logiche di gestione rispetto agli istituti bancari. »

⁷⁸ E. CIMPANELLI - G. MARINO, *Il mercato M&A turnaround e la composizione negoziata, Il ruolo decisivo delle banche e dei fondi di turnaround*, Grant Thornton, 2022.

⁷⁹ V. PANDOLFINI, Assistenzalegaleimprese.it, *La composizione negoziata della crisi d'impresa*, Cap.8, 2024

⁸⁰ F. MARELLI, *Finanziamenti prededucibili nella composizione negoziata: aspetti processuali, Le valutazioni del tribunale al fine dalla concessione dell'autorizzazione e le garanzie*, Cap. 2, 2024

⁸¹ M. DALLOCHIO, Mondo Imprese, *Oltre 1500 PMI italiane con fatturato tra 50 e 200 mln a rischio indebitamento elevato, mercato del turnaround equity potenziale da 8-12 mld*, 20 Novembre 2025

empiriche, tuttavia, mostrano come tali operazioni presentino tassi di *default* solo lievemente superiori a quelli dei *leveraged buyout* tradizionali,⁸² a fronte di un profilo di rendimento potenzialmente ben più elevato. In questo quadro, l'apporto di finanza specializzata assume un ruolo essenziale per rendere concretamente praticabili i processi di ristrutturazione e rilancio, consentendo il riequilibrio della struttura finanziaria e la riduzione della pressione del debito. Le banche e gli investitori specializzati potrebbero svolgere una funzione strategica in tale ambito, valorizzando la conoscenza del territorio, le reti relazionali e il patrimonio informativo di cui dispongono per favorire iniziative dedicate al sostegno delle imprese in difficoltà.

In quest'ottica, si inserisce pertanto l'analisi del ruolo dei fondi di *turnaround* quali attori di mercato che operano all'interno delle cornici giuridiche predisposte dal diritto della crisi. La sempre maggior presenza di tali operatori specializzati conferma che la continuità aziendale non è un obiettivo perseguibile esclusivamente attraverso strumenti normativi, ma richiede l'interazione con soggetti economici capaci di assumere decisioni complesse in condizioni di incertezza.

Accanto a questi operatori privati, un ruolo di crescente rilievo è assunto dagli strumenti di intervento pubblico nel capitale o strumenti partecipativi delle imprese in crisi. In tale ambito, si colloca l'esperienza del Fondo per la salvaguardia delle imprese, gestito da Invitalia, che rappresenta uno dei tentativi più strutturati di tradurre in pratica i principi di continuità aziendale e di tutela del valore produttivo che permeano il nuovo diritto della crisi. Il Fondo nasce con una finalità esplicita: intervenire in imprese in difficoltà economico-finanziaria, ma caratterizzate da una rilevanza strategica sotto il profilo produttivo, occupazionale o territoriale, laddove il mercato, da solo, non sia in grado o non sia disposto ad assumere il rischio necessario per sostenere un percorso di risanamento. Tale impostazione consente di cogliere immediatamente un elemento di coerenza sistemica con il paradigma delineato nei paragrafi precedenti. L'intervento

⁸² J. GAIDE, Agicap.com, 17 Marzo 2022-aggiornato 19 Gennaio 2026: « Con il termine *leveraged buyout* (indicato con l'acronimo LBO) si intende un'operazione finanziaria in grado di far acquisire una società, chiamata *target*, tramite l'indebitamento della stessa. Per farlo, è necessario costituire una società per comprare le azioni dell'azienda *target* grazie a denaro concesso a prestito dalle banche. Il debito verrà in seguito rimborsato con gli utili futuri e/o attraverso la vendita di una parte delle attività patrimoniali della società acquisita. In questo modo, si otterrà un'acquisizione societaria impiegando minor tempo e investendo meno soldi rispetto al metodo tradizionale. In altre parole, la peculiarità del *leveraged buyout* risiede nel ricorso al debito per finanziare l'acquisizione di una società (che sarà commisurato alle caratteristiche di bilancio della stessa) e nella traslazione del debito sulla società acquisita. »

finanziario non è giustificato dalla mera prosecuzione dell'attività, ma dalla prospettiva concreta di preservare valore economico e sociale altrimenti destinato a disperdersi. L'esperienza operativa del Fondo offre, in questo senso, un riscontro empirico particolarmente significativo. Secondo i dati resi pubblici, il Fondo ha impegnato circa 275 milioni di euro a favore di 27 imprese italiane in crisi, operanti in settori tra loro eterogenei ma accomunati dalla presenza di *asset* produttivi, marchi storici, competenze industriali e livelli occupazionali di rilievo. Tra le operazioni più note figurano interventi in imprese come Corneliani S.p.a., Pernigotti S.p.a. e Terme di Chianciano S.p.a.⁸³ Questi dati assumono rilievo non tanto per il loro valore quantitativo in sé, quanto per ciò che rivelano sul piano qualitativo. Il Fondo non interviene indiscriminatamente né opera come strumento di salvataggio generalizzato. Al contrario, l'ingresso nel capitale o nel sostegno finanziario è subordinato all'esistenza di un progetto industriale e finanziario credibile, spesso accompagnato da un coinvolgimento di investitori privati o da una ristrutturazione complessiva della governance. In questo modo, l'intervento pubblico si configura come leva di attivazione di ulteriori risorse, piuttosto che come sostituto permanente del mercato. Dal punto di vista giuridico, tale esperienza riflette, sul piano della finanza pubblica, la stessa logica che il diritto della crisi tenta di costruire sul piano normativo: la condivisione selettiva del rischio in funzione del risanamento. Il Fondo assume consapevolmente una posizione di rischio elevato, ma lo fa all'interno di un perimetro regolato, fondato su valutazioni *ex ante* di funzionalità e sostenibilità. In ciò si rinviene una stretta analogia con la *ratio* della prededuzione e dei finanziamenti protetti: incentivare l'ingresso di risorse in una fase in cui il rischio è massimo, ma solo quando tale ingresso sia giustificato da una prospettiva ragionevole di recupero del valore. L'intervento del Fondo consente, inoltre, di affrontare un profilo che emerge con chiarezza nella prassi della composizione negoziata: l'insufficienza della sola ristrutturazione del debito in assenza di nuova finanza. Come largamente affermato nel presente elaborato, molte imprese in crisi, pur potendo beneficiare di una rimodulazione delle proprie passività, non dispongono delle risorse necessarie per sostenere il fabbisogno finanziario operativo durante la fase di rilancio. Se ciò avviene, la continuità aziendale rischia di restare una dichiarazione di principio, priva di reale capacità attuativa. Il Fondo interviene proprio su questo passaggio critico, fornendo quella finanza di accompagnamento senza la quale il risanamento resta puramente teorico. Da questo punto

⁸³ Per una ricostruzione particolarmente approfondita della tematica v. [Fondo Salvaguardia Imprese | Invitalia](#)

di vista, potrebbe essere interpretato come una forma di *turnaround investor* pubblico, che opera secondo logiche non dissimili da quelle dei fondi specializzati, pur perseguendo finalità di interesse generale. Tuttavia, rispetto ai fondi di turnaround tradizionali, che tendono ad assumere un ruolo più attivo nella gestione dell'impresa attraverso l'inserimento di propri manager e un coinvolgimento diretto nei processi operativi, il Fondo Salvaguardia Imprese presenta un'impostazione prevalentemente orientata al monitoraggio e al presidio dell'investimento, esercitato mediante la partecipazione agli organi societari. Tale assetto si inserisce, peraltro, nel vincolo normativo che impone al fondo di mantenere una partecipazione minoritaria nelle operazioni, confermando la natura di intervento pubblico volto a sostenere, più che a dirigere, il percorso di risanamento.

Nel corso dell'analisi del Fondo Salvaguardia Imprese, l'elaborato si è avvalso anche del contributo derivante da un confronto con il Dott. Giuseppe Oleandro, Investment Analyst del Fondo Salvaguardia Imprese presso Invitalia, soggetto attuatore dello strumento pubblico di intervento nel capitale delle imprese in difficoltà.

A tal fine sono stati sottoposti all'intervistato alcuni quesiti finalizzati a comprendere il funzionamento operativo del fondo e il suo ruolo nel più ampio contesto delle operazioni di risanamento d'impresa. Dalle risposte fornite è emerso un quadro utile per comprendere la funzione concreta dell'intervento pubblico nelle operazioni di ristrutturazione e turnaround.

Un primo profilo di interesse riguarda la natura del rapporto tra il Fondo Salvaguardia Imprese e gli investitori privati specializzati nelle operazioni di turnaround. Secondo quanto evidenziato dall'intervistato, tali operatori non devono essere considerati come *competitor* dell'intervento pubblico, bensì come possibili co-investitori nelle operazioni di risanamento. Il fondo, infatti, opera frequentemente insieme ad altri soggetti finanziatori, che possono essere investitori industriali, fondi di investimento oppure gli stessi soci dell'impresa coinvolta nel processo di ristrutturazione.

In particolare, qualora l'operazione venga realizzata insieme ad un investitore privato indipendente, quest'ultimo deve apportare una quota non inferiore al 30% delle risorse complessive dell'operazione. Diversamente, nel caso in cui l'intervento sia realizzato insieme ai soci o all'imprenditore originario dell'impresa, questi devono partecipare con una quota pari almeno al 50% dell'operazione. Tale struttura evidenzia come l'intervento

pubblico sia concepito in un'ottica di collaborazione con altri soggetti finanziatori nell'ambito delle operazioni di rilancio dell'impresa infatti la quota di *equity* acquisita dal Fondo non può mai essere di maggioranza.⁸⁴

Un ulteriore aspetto emerso nel corso dell'intervista riguarda i requisiti dimensionali richiesti per l'accesso al fondo. In particolare, l'intervento del Fondo Salvaguardia Imprese può riguardare imprese che presentino almeno uno dei seguenti requisiti:

- imprese con più di 250 dipendenti;
- imprese titolari di un marchio storico di interesse nazionale;
- imprese considerate strategiche⁸⁵ per l'interesse nazionale, sulla base di una valutazione effettuata dalle amministrazioni competenti.

Con riferimento alla seconda ipotesi, per marchio storico di interesse nazionale si intende un marchio registrato o utilizzato da almeno cinquanta anni, iscritto nell'apposito Registro speciale dei marchi storici di interesse nazionale istituito presso il Ministero delle Imprese e del Made in Italy.

Nel corso del confronto è stato inoltre evidenziato come la strutturazione concreta delle operazioni di intervento non segua schemi rigidamente predeterminati, ma sia normalmente il risultato di un processo di negoziazione tra i soggetti coinvolti. Le soluzioni negoziali che emergono nell'ambito di tali operazioni possono infatti assumere configurazioni differenti a seconda delle caratteristiche dell'impresa, della struttura dell'indebitamento e della presenza di altri investitori. In questo senso, le operazioni di intervento del Fondo Salvaguardia Imprese si caratterizzano spesso per una forte

⁸⁴ Artt. 13-14, D.M. 29 ottobre 2020, *Criteri e modalità di gestione e funzionamento del Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali*, in G.U. n. 309/2020.

⁸⁵ Il requisito della strategicità trova fondamento nell'art. 15 del D.L. 8 aprile 2020, n. 23 (cd. *Decreto Liquidità*), convertito con modificazioni dalla legge 5 giugno 2020, n. 40, che ha istituito il Fondo Salvaguardia Imprese con l'obiettivo di sostenere la continuità operativa di imprese di medie e grandi dimensioni che versino in situazione di temporanea difficoltà economico-finanziaria. La disposizione consente l'intervento nel capitale di imprese che rivestano un interesse strategico per il sistema economico nazionale, anche in relazione alla salvaguardia dei livelli occupazionali, alla tutela di filiere produttive rilevanti o alla presenza di asset industriali di particolare rilievo per il tessuto produttivo del Paese.

La nozione di strategicità non è tuttavia definita in modo puntuale dalla norma primaria, ma è oggetto di una valutazione effettuata nell'ambito della procedura istruttoria prevista per l'accesso al fondo, sulla base dei criteri individuati dalla normativa attuativa. In tale contesto risultano coinvolte le amministrazioni competenti, tra cui in particolare il Ministero delle Imprese e del Made in Italy, cui spetta la valutazione dell'interesse strategico dell'impresa per il sistema economico nazionale, nonché Invitalia, quale soggetto gestore del Fondo Salvaguardia Imprese, che partecipa al processo istruttorio relativo alle operazioni di intervento.

dimensione case by case, risultando in molti casi «*taylor-made*» rispetto alla specifica situazione aziendale.

In tale contesto negoziale possono trovare spazio anche specifiche clausole contrattuali finalizzate a regolare l'evoluzione futura della partecipazione del fondo nel capitale dell'impresa. Tra queste, è stata menzionata la possibile previsione di clausole di *buyback*, che possono costituire uno degli strumenti negoziali attraverso cui le parti disciplinano, in modo flessibile e coerente con gli equilibri dell'operazione, le modalità di eventuale riacquisto della partecipazione da parte dei soci originari o dell'imprenditore, inserendosi in una logica di composizione degli interessi e di reciproca soddisfazione tra i soggetti coinvolti. Anche sotto questo profilo emerge come l'intervento del fondo si inserisca in una logica negoziale analoga a quella che caratterizza le operazioni di investimento realizzate da operatori finanziari privati.

Infine, il confronto ha consentito di raccogliere alcune considerazioni sull'utilizzo della composizione negoziata della crisi nel contesto delle operazioni di risanamento. Secondo quanto evidenziato dall'intervistato, lo strumento rappresenta potenzialmente un meccanismo efficace per affrontare situazioni di difficoltà dell'impresa in una fase ancora reversibile, consentendo di preservare il valore economico dell'attività. Tuttavia, nella prassi applicativa uno dei principali limiti risiede nella tardività con cui gli imprenditori tendono ad attivare gli strumenti di regolazione della crisi, circostanza che spesso riduce significativamente le possibilità di un effettivo risanamento.

Il quadro complessivo si arricchisce ulteriormente se si considera il ruolo svolto dalle comunità professionali e associative che operano nel campo del *turnaround*. La Turnaround Management Association,⁸⁶ anche nella sua articolazione italiana, rappresenta un osservatorio privilegiato delle prassi di risanamento e un luogo di elaborazione di *standard* professionali condivisi. Pur non costituendo una fonte

⁸⁶ Turnaround Management Association – Associazione per la Ristrutturazione di Impresa, costituita nell'aprile 2008 con sede a Milano, ha lo scopo di mettere in contatto gli operatori e le istituzioni che, seppur con diversi background culturali e differenti esperienze professionali, sono caratterizzati dal comune operare nell'ambito della ristrutturazione e del rilancio di impresa.

TMA Italia è il chapter italiano dell'associazione internazionale TMA – Turnaround Management Association, organizzazione non profit dedicata ai temi delle ristrutturazioni aziendali ed alla gestione del turnaround, nata nel 1988 a Chicago dall'idea di alcuni specialisti operanti alla Banca Mondiale.

TMA conta oggi più di 9.000 soci fra professionisti e società operanti nell'ambito delle ristrutturazioni aziendali, ed è presente oltre che negli Stati Uniti anche in Australia, Brasile, Cina (Hong Kong), Sud Africa, Repubblica Ceca, Spagna, Inghilterra, Irlanda, Francia, Germania, Finlandia, Svezia, Olanda, Giappone, Taiwan e da ultimo in Romania dove il chapter locale è in corso di formazione.

normativa, l'attività dell'associazione contribuisce a diffondere una cultura del risanamento fondata su competenze interdisciplinari, trasparenza informativa e responsabilizzazione degli attori coinvolti. La rilevanza di questo profilo risiede nel fatto che il successo della nuova finanza non dipende solo dalle regole giuridiche, ma anche dalla qualità degli operatori chiamati ad applicarle. In questa prospettiva, il *turnaround* emerge come una disciplina autonoma, situata all'incrocio tra diritto, finanza e gestione aziendale. Il diritto della crisi fornisce la cornice entro cui si svolge il processo, ma sono le decisioni operative degli investitori, dei manager e degli advisor a determinare l'esito concreto del risanamento. L'esistenza di un ecosistema professionale strutturato contribuisce a ridurre le asimmetrie informative e a rendere più prevedibili, e quindi più finanziabili, i percorsi di riorganizzazione. L'esperienza dei fondi di *turnaround*, dell'intervento pubblico tramite Invitalia e delle pratiche professionali promosse da organismi come la TMA consente, dunque, di cogliere il significato profondo della nuova finanza nel diritto della crisi contemporaneo. Essa non rappresenta una deroga episodica alla *par condicio creditorum*, né un privilegio concesso a determinati soggetti, ma uno strumento attraverso il quale l'Ordinamento tenta di trasformare la crisi da evento terminale a momento di riorganizzazione. Tuttavia, proprio perché incide su equilibri delicati, la nuova finanza deve essere utilizzata in modo selettivo, coerente e funzionale al risanamento, evitando che diventi un mezzo per procrastinare situazioni prive di reale prospettiva.

In conclusione, l'analisi svolta conferma che la continuità aziendale, per essere effettivamente perseguita, richiede sovente l'ingresso di risorse finanziarie capaci di sostenere il rischio del risanamento. Tali risorse possono provenire dal mercato, da operatori specializzati o da interventi pubblici mirati, ma la loro legittimazione giuridica dipende sempre da un criterio centrale: la funzionalità al recupero del valore e al miglior soddisfacimento dei creditori rispetto all'alternativa liquidatoria. In questo quadro, a questo punto completamente orientato alla continuità, la nuova finanza non è un elemento accessorio del diritto della crisi, ma uno dei suoi snodi fondamentali, nel quale si intrecciano scelte normative, valutazioni economiche e responsabilità sistemiche

2.4 – Governance e riorganizzazione degli assetti nei percorsi di risanamento

Se nei paragrafi precedenti la continuità aziendale è stata analizzata come presupposto di finanziabilità e la nuova finanza come strumento di razionalizzazione del rischio, il passaggio ulteriore, inevitabile, riguarda il modo in cui tale continuità viene concretamente governata. La crisi d'impresa, infatti, non è soltanto un fenomeno economico o finanziario, ma può anche rappresentare un deterioramento dei processi decisionali.

La conclamazione dello stato di difficoltà, infatti, segna una frattura rispetto alla gestione ordinaria. Le decisioni che in condizioni fisiologiche possono essere assunte secondo logiche ordinarie, basate sull'esperienza pregressa e sulla stabilità dei flussi, diventano improvvisamente inadeguate. In questo senso, uno degli equivoci più ricorrenti, consiste nel ritenere che la continuità aziendale coincida con la prosecuzione delle medesime modalità gestionali che hanno condotto alla crisi. Al contrario, in taluni casi, la continuità nel diritto della crisi contemporaneo presuppone una discontinuità decisionale, intesa non come rottura traumatica o improvvisa, ma come mutamento consapevole e tracciabile delle logiche di governo dell'impresa.

Negli ultimi anni, infatti, la disciplina degli assetti organizzativi dell'impresa e il correlato dovere gravante sull'imprenditore⁸⁷ hanno assunto un ruolo centrale nell'ambito della governance societaria. Tale evoluzione risulta particolarmente evidente nella prospettiva della disciplina della crisi, nella quale l'adeguatezza degli assetti si pone come strumento essenziale per consentire l'emersione tempestiva delle situazioni di squilibrio e l'adozione di misure idonee a porvi rimedio. Ne consegue che le norme che impongono l'adozione di assetti adeguati ai fini della rilevazione tempestiva della crisi devono essere intese non come enunciazioni meramente formali, né come vincoli paralizzanti dell'iniziativa economica, ma come criteri di orientamento dell'azione imprenditoriale, capaci di coniugare l'esigenza di prevenzione della crisi con la funzione propulsiva propria dell'attività d'impresa.⁸⁸

⁸⁷ In proposito, l'art. 2086, co. 2, c.c. (comma introdotto dal D.Lgs. n. 14/2019 attuato in via definitiva con le modifiche del D. Lgs. n. 83/2022) recita « *L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale.* »

⁸⁸ E. GINEVRA, *Obblighi e responsabilità nella rilevazione tempestiva della perdita di continuità aziendale ai sensi del CCII*, Cap. 1, Ildiritto dellacrisi.it, 2024

La *governance* della crisi, in questa prospettiva, non può limitarsi a garantire la sopravvivenza dell'attività nel breve periodo. Essa deve essere orientata alla costruzione di un percorso credibile di risanamento, nel quale le decisioni assunte siano coerenti con l'obiettivo di preservare o rigenerare valore e, al tempo stesso, giustificabili sul piano giuridico. È qui che emerge il nesso profondo tra *governance* e nuova finanza: nessun finanziatore razionale, pubblico o privato, è disposto a sostenere un'impresa che continui a essere gestita secondo schemi che hanno già dimostrato la loro inadeguatezza.

L'imprenditore resta il soggetto centrale del processo, ma la sua autonomia viene progressivamente procedimentalizzata. La composizione negoziata rappresenta, da questo punto di vista, un esempio emblematico di come il diritto della crisi non sottragga all'imprenditore il potere di decisione, ma lo incardini all'interno di un contesto di confronto, trasparenza e responsabilizzazione. L'esperto non sostituisce l'imprenditore, né si sovrappone agli organi sociali, ma funge da catalizzatore fra le parti, contribuendo ad elevare la qualità delle decisioni e a renderle più coerenti con le finalità di risanamento.

Questa trasformazione della *governance* non riguarda solo l'imprenditore, ma coinvolge anche gli organi sociali. Il consiglio di amministrazione, laddove presente, non può più limitarsi a ratificare scelte emergenziali dettate dall'urgenza finanziaria. La crisi impone un salto di qualità nella funzione di indirizzo e controllo, richiedendo una valutazione più approfondita dei rischi e delle alternative disponibili.⁸⁹

Il tema della prosecuzione irrazionale dell'attività emerge con particolare forza nella giurisprudenza più recente. Continuare ad operare senza modificare la struttura dei costi, la strategia industriale o la *governance* può tradursi in un deperimento di valore progressivo, mascherato da una sopravvivenza giuridica dell'impresa che, talvolta, finisce col pregiudicare ancor di più gli interessi dei creditori.

Un ulteriore profilo, strettamente connesso alla discontinuità decisionale, riguarda il possibile mutamento degli assetti di *governance* quale segnale di discontinuità gestionale rispetto alle modalità che hanno caratterizzato la fase precedente. In molte operazioni di risanamento, infatti, la prosecuzione dell'attività non può essere valutata prescindendo dall'identità dei soggetti che mantengono il controllo delle scelte strategiche e operative. La crisi, specie quando è il risultato di errori gestionali reiterati, di strategie industriali

⁸⁹ R. RANALLI, *La governance dell'impresa in crisi: i rafforzamenti, le opportunità e i possibili sviluppi derivanti dalla composizione negoziata*, Cap. 1, Dirittodellacrisi.it, 2022

fallimentari o di una *governance* opaca, rende problematico ritenere che la sola immissione di nuova finanza o la ristrutturazione del debito possano essere sufficienti a invertire la traiettoria negativa.⁹⁰

In conseguenza di quanto affermato, il cambio di *governance* può assumere una funzione che va oltre il dato meramente organizzativo, configurandosi talvolta come un segnale qualificato di discontinuità gestionale rispetto alla gestione precedente. Il mutamento degli assetti di *governance* non opera, dunque, come sanzione implicita per la gestione pregressa, ma come strumento funzionale alla credibilità del nuovo progetto. Il diritto della crisi, pur non imponendo automaticamente soluzioni di questo tipo, mostra una crescente attenzione verso il tema della coerenza tra progetto di risanamento e assetto di governo dell'impresa.

Dal punto di vista economico-aziendale, questa esigenza appare ampiamente riconosciuta nella letteratura sul turnaround. Il risanamento non è solo una questione di numeri, ma anche di *leadership*, capacità decisionale e affidabilità percepita. Un'impresa che ambisca al rilancio, ma affidi l'attuazione del risanamento agli stessi soggetti che hanno guidato la gestione nella fase di declino, può incontrare maggiori difficoltà nel trasmettere all'esterno la credibilità del progetto di riorganizzazione. In questi casi, pertanto, il cambio della *governance* diventa uno strumento funzionale a ristabilire fiducia, sia nei confronti dei creditori sia nei confronti dei potenziali finanziatori.⁹¹

Questo aspetto assume rilievo anche sul piano giuridico, in particolare nella valutazione della ragionevolezza delle scelte di continuità. Se, come si è visto, la nuova finanza e la prededuzione sono giustificate solo in quanto funzionali al risanamento, è evidente che tale funzionalità non può essere valutata in astratto, ma deve tenere conto delle condizioni concrete in cui l'impresa opera. Tra queste condizioni rientra, in determinate condizioni, la struttura della *governance* e la capacità degli organi sociali di assumere decisioni di rottura con il passato.

⁹⁰ M. GHIRINGHELLI, [Turnaround management](#), PwC, « Durante periodi di incertezza e difficoltà tipici della crisi aziendale, sono richieste competenze specifiche necessarie nel sviluppare, gestire e realizzare cambiamenti nel modello di business che siano di rapida implementazione e duraturi nel tempo. In particolare il team di turnaround management interviene laddove vi sia: [...] Necessità di disegnare e gestire cambiamenti di modello di business non più profittevole e bisogno di individuare un team di management in grado di operare ad interim in contesti complessi» quando/in che opera ha affermato ciò?

⁹¹ Sul ruolo del cambiamento del management nei processi di turnaround v. S. SLATTER – D. LOVETT, *Corporate Turnaround*, Penguin Books UK, ed. 2025

In questo senso, il cambio di *governance* può essere interpretato, come una misura idonea a mitigare il rischio connesso alla prosecuzione dell'attività. Un nuovo *management*, l'ingresso di amministratori indipendenti, il rafforzamento delle funzioni di controllo o l'intervento diretto di investitori specializzati nel *turnaround* contribuiscono a ridurre il rischio che la continuità si traduca in una prosecuzione dannosa o inefficiente dell'attività.

La composizione negoziata, pur non prevedendo in modo espresso obblighi di questo tipo, si presta a diventare il contesto nel quale tali scelte vengono discusse e, in alcuni casi, rese necessarie. Il confronto con i creditori e con l'esperto mette in luce non solo la sostenibilità economico-finanziaria del piano, ma anche la capacità dell'impresa di attuarlo. In questo dialogo, il tema della *governance* emerge inevitabilmente come uno degli snodi decisivi: la continuità è tanto più credibile quanto più è accompagnata da un assetto decisionale in grado di dimostrare autonomia critica rispetto alle scelte che hanno generato la crisi.

Il cambio della *governance* assume, inoltre, una rilevanza particolare nella prospettiva della responsabilità *ex post*. Gli amministratori che decidono di proseguire l'attività senza intervenire sull'assetto di governo dell'impresa potrebbero, in alcune circostanze, esporsi al rischio che tale scelta venga valutata, a posteriori, come non adeguatamente ponderata. Al contrario, l'adozione di misure di discontinuità, anche sul piano soggettivo, consente di dimostrare che la prosecuzione è il risultato di una valutazione consapevole e strutturata delle alternative disponibili. Il cambio della *governance*, quando necessario, contribuisce a collocare la continuità entro questo perimetro di legittimità, rafforzando la giustificazione dell'ingresso di nuova finanza e riducendo il rischio di una compressione ingiustificata delle posizioni creditorie. L'esame della nuova finanza, del ruolo dei fondi di *turnaround* e delle trasformazioni della *governance* conduce inevitabilmente a uno dei nodi centrali del diritto della crisi contemporaneo: la responsabilità delle decisioni assunte nel percorso di risanamento e il perimetro del controllo giuridico su tali decisioni. Se la continuità aziendale non è più considerata un valore autosufficiente, ma un'opzione razionale subordinata alla prospettiva di recupero del valore, diventa allora essenziale individuare i criteri attraverso cui tale razionalità deve essere apprezzata e le conseguenze giuridiche che derivano da scelte collocate, per loro natura, in un'area di rischio elevato.

Il diritto della crisi si muove, infatti, all'interno di una tensione strutturale che non può essere eliminata, ma soltanto regolata. Da un lato, emerge l'esigenza di evitare che l'emersione della crisi determini una paralisi immediata dell'impresa, precludendo

qualsiasi tentativo di riorganizzazione. Dall'altro, si impone la necessità di impedire che la crisi diventi uno spazio di deresponsabilizzazione, nel quale decisioni azzardate o prive di una concreta prospettiva vengano legittimate ex post in nome di un generico obiettivo di risanamento. La questione non risiede, dunque, nell'ammettere il rischio, che è elemento fisiologico di ogni operazione di risanamento, ma nel definire quando esso possa essere considerato giuridicamente tollerabile.

L'insuccesso del risanamento, di per sé, non costituisce automaticamente indice di responsabilità, così come il successo non garantisce, in quanto tale, la correttezza giuridica delle scelte compiute. Coerentemente con il nuovo paradigma della continuità, il diritto della crisi sposta il baricentro della valutazione sul momento decisionale, imponendo una lettura *ex ante* delle decisioni assunte. Ciò che rileva non è il risultato finale, ma la qualità del processo decisionale alla luce delle informazioni disponibili al momento della scelta.

Questo mutamento di prospettiva rappresenta uno degli snodi più significativi dell'evoluzione del diritto della crisi. L'Ordinamento, come già ampiamente chiarito, non pretende la certezza del successo, obiettivo irrealistico in contesti di dissesto, ma richiede che il tentativo di risanamento sia fondato su un percorso perseguibile, coerente e non manifestamente irrazionale. In questa prospettiva, la responsabilità non deriva dall'assunzione del rischio in sé, bensì dall'averlo assunto senza seguire il corretto iter logico e procedimentale. Ne consegue che le decisioni che comportano l'ingresso di nuova finanza, l'incremento dell'indebitamento o la compressione della par condicio creditorum richiedono un livello di giustificazione più elevato rispetto alla gestione ordinaria. È in questo scenario che assumono rilievo decisivo il sistema degli adeguati assetti organizzativi, il ruolo dell'esperto nella composizione negoziata e l'eventuale intervento giudiziale selettivo, quali strumenti volti a qualificare e rendere verificabile la razionalità delle scelte compiute nella fase di risanamento.

La rilevanza della discontinuità gestionale, tuttavia, non implica automaticamente che il cambio di *governance* costituisca una condizione necessaria del risanamento. In molte fattispecie, soprattutto quando lo squilibrio è dipeso da fattori esogeni⁹², il recupero

⁹² Un esempio recente di shock esogeno sui costi di produzione è rappresentato dall'impennata del prezzo del petrolio registrata nelle prime settimane del conflitto con l'Iran, che ha portato il Brent crude da circa 80 dollari al barile a oltre 100 dollari, con un incremento superiore al 20%, a causa delle tensioni nello Stretto di Hormuz, attraverso il quale transita una quota rilevante del petrolio mondiale. Tali dinamiche

dell'impresa può realizzarsi anche attraverso un rafforzamento degli assetti organizzativi e dei meccanismi decisionali, senza che ciò comporti necessariamente un mutamento dei soggetti chiamati a gestire l'attività.⁹³

Infine, va segnalato che il tema della responsabilità si fa particolarmente delicato quando entrano in gioco interessi esterni dei fondi di *turnaround* o degli investitori istituzionali. L'ingresso di tali operatori comporta una redistribuzione del potere decisionale e, spesso, è accompagnato da una ridefinizione delle priorità strategiche dell'impresa. Anche in questi casi, la legittimità dell'intervento non può essere valutata sulla base dell'esito finale, ma sulla coerenza del percorso intrapreso. La presenza di investitori professionali, tendenzialmente, contribuisce a rafforzare la giustificazione *ex ante* delle scelte, elevando il livello di analisi e di controllo interno.

In questa prospettiva, la crisi non è più concepita come un evento da subire, bensì come un processo da governare. La nuova finanza, il rinnovamento della *governance*, il controllo giudiziale selettivo e la responsabilizzazione dei diversi attori concorrono a delineare un assetto nel quale il tentativo di risanamento risulta giuridicamente legittimo anche quando impone decisioni complesse e potenzialmente controverse. Il diritto non elimina il rischio insito in tali scelte, ma lo incanala entro confini riconoscibili, contribuendo a rendere il sistema più maturo, razionale e prevedibile.

Alla luce delle considerazioni svolte, la continuità aziendale non può essere intesa come un valore da perseguire in via automatica, ma come l'esito di un processo decisionale fondato su una valutazione *ex ante* della ragionevole perseguibilità del risanamento. Tale impostazione rispecchia l'indirizzo espresso dalla Direttiva (UE) 2019/1023, che promuove quadri di ristrutturazione preventiva orientati a favorire interventi tempestivi e l'accesso a nuova finanza nelle fasi iniziali della crisi⁹⁴, indirizzo successivamente

dimostrano come fattori geopolitici esterni possano incidere in modo significativo sulla sostenibilità economica di imprese altrimenti efficienti.

⁹³ G. MEO, *La responsabilità nella composizione negoziata della crisi*, Capp. 9 e 15, Giappichelli, 2023

⁹⁴ Art. 66 Direttiva Insolvency: « Il successo del piano di ristrutturazione spesso dipende dal fatto che l'assistenza finanziaria è erogata al debitore per sostenere, in primo luogo, l'operatività dell'impresa durante le trattative di ristrutturazione e, in secondo luogo, l'attuazione del piano di ristrutturazione dopo l'omologazione. L'assistenza finanziaria dovrebbe essere intesa in senso lato, compreso nel senso di erogare denaro o garanzie personali e di fornire giacenze, inventari, materie prime e servizi, ad esempio concedendo al debitore un termine di rimborso più lungo. I finanziamenti temporanei e i nuovi finanziamenti dovrebbero pertanto essere esclusi dalle azioni revocatorie volte a dichiararli nulli, annullabili o inopponibili in quanto atti pregiudizievoli alla massa dei creditori nell'ambito di successive procedure di insolvenza. »

recepito anche dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. In questo quadro si colloca lo sviluppo di un vero e proprio mercato del risanamento, nel quale l'apporto di capitali specializzati assume un ruolo crescente anche ai fini dell'internazionalizzazione del sistema economico e della capacità del mercato italiano della crisi di attrarre investitori.

Proprio all'interno di questa dinamica riveste particolare rilievo il ruolo degli investitori specializzati nelle operazioni di risanamento. L'intervento dei fondi di *turnaround*, infatti, non si limita all'immissione di nuove risorse finanziarie, ma si accompagna generalmente a un processo di ridefinizione della struttura finanziaria, degli assetti di *governance* e delle strategie industriali dell'impresa. Tali operazioni si collocano, tuttavia, all'interno di un quadro istituzionale di garanzie, nel quale l'intervento dell'autorità giudiziaria e il ruolo dell'esperto nella composizione negoziata contribuiscono ad assicurare che le scelte più incisive, come l'accesso a nuova finanza prededucibile o il compimento di atti di particolare rilevanza per il patrimonio dell'impresa, siano sorrette da una valutazione di ragionevolezza e di coerenza con il percorso di risanamento.⁹⁵

Su queste basi si innesta l'analisi del capitolo successivo, dedicato allo studio della logica economica del *turnaround* e delle modalità operative attraverso cui i fondi specializzati intervengono nei processi di risanamento.

2.5 Segnali di finanziabilità: prospettive operative da un investitore specializzato

Per completare l'analisi, si è ritenuto opportuno raccogliere il punto di vista di un operatore attivo nel mercato della finanza di impresa. A tal fine, è stata condotta una breve intervista con il Dott. Angelo Rosetti Zannoni, professionista con esperienza diretta nelle dinamiche di valutazione e decisione di investimenti in contesti di crisi aziendale.⁹⁶

⁹⁵ Art. 22 CCII c. 1, in particolare lett.a: « Su richiesta dell'imprenditore il tribunale, verificata la funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori, può autorizzare l'imprenditore, ai fini del riconoscimento della prededuzione, a contrarre finanziamenti in qualsiasi forma, compresa la richiesta di emissione di garanzie, oppure autorizzare l'accordo con la banca e l'intermediario finanziario alla riattivazione di linee di credito sospese»

⁹⁶ I suoi ambiti principali consistono in *Advice and investments in distressed assets, Bankruptcy claims and NPLs, Special situation*, attualmente ricopre il ruolo di *Principal in Cornerstone Italia*.

L'intervista, qui di seguito sintetizzata e integrata con riferimenti argomentativi tratti dal presente Capitolo, verte sui principali segnali positivi e negativi che influenzano la decisione di un investitore o finanziatore in presenza di situazioni di crisi, quali:

- a) gli elementi strutturali e gestionali che rendono un'impresa potenzialmente finanziabile nel contesto della continuità ristrutturata;
- b) i fattori di rischio che, al contrario, conducono a escludere un investimento anche in presenza di strumenti di protezione giuridica (come la prededuzione o gli incentivi alla nuova finanza);
- c) la lettura operativa della governance della crisi, intesa come capacità decisionale e di rigenerazione del valore aziendale;
- d) la valutazione diretta di casi concreti o pattern ricorrenti osservati dal punto di vista di chi assume rischi reali nell'allocazione del capitale.

La raccolta di queste indicazioni empiriche consente di verificare, confrontare e qualificare i criteri giuridici delineati nei paragrafi precedenti con le logiche reali di mercato, contribuendo così a una visione integrata e coerente delle modalità con cui la continuità aziendale può essere finanziata in modo sostenibile e selettivo.

1. Dal punto di vista di un investitore o finanziatore, quando un'impresa in crisi diventa effettivamente "finanziabile"?
In altre parole, quali sono le condizioni minime che devono sussistere perché un progetto di risanamento possa essere preso seriamente in considerazione?
2. Quali sono, al contrario, i principali segnali negativi che inducono un investitore a escludere un intervento, anche in presenza di strumenti di protezione giuridica o di un piano formalmente coerente?
3. Che ruolo gioca la governance nella valutazione di un'operazione di turnaround?
In che misura la discontinuità gestionale o decisionale è percepita come condizione essenziale per l'ingresso di nuova finanza?
4. La prededuzione e le esenzioni da revocatoria sono percepite come una tutela sufficiente per compensare il rischio assunto, oppure vengono considerate solo elementi di un quadro più ampio di garanzie economiche e gestionali?

5. Nel vostro operare, vi è una differenza sostanziale tra il finanziamento bancario tradizionale e l'intervento di fondi specializzati in situazioni di crisi? In che modo cambia l'approccio al rischio e alla governance dell'impresa?
6. Guardando all'esperienza concreta, quali sono gli errori più ricorrenti che le imprese in crisi commettono nel presentarsi agli investitori, e che spesso compromettono la possibilità stessa di un intervento di nuova finanza?

Dalle risposte fornite dal Dott. Rossetti emerge con particolare chiarezza come la decisione di investire in un'impresa in crisi sia guidata, in primo luogo, da una valutazione economica prospettica fondata sulla credibile possibilità di recupero della redditività dell'impresa successivamente all'investimento. L'interesse dell'investitore professionale si manifesta infatti solo quando sussista la ragionevole prospettiva di realizzare, al termine del ciclo dell'operazione, un rendimento adeguato a remunerare il capitale impiegato e il rischio assunto. Tale valutazione si fonda su una pluralità di fattori tra loro interrelati: le prospettive del mercato di riferimento, la posizione competitiva dell'impresa al suo interno e le condizioni interne della società, in termini di governance, competenze manageriali e sostenibilità finanziaria.

Parallelamente, l'intervistato evidenzia come la decisione di non procedere con un investimento sia generalmente riconducibile alla presenza di elementi che compromettono tale prospettiva di miglioramento della redditività. Tra questi figurano, ad esempio, la possibile maturità o contrazione del mercato di riferimento, un incremento significativo del grado di competitività del settore oppure la presenza di criticità interne all'impresa tali da limitarne la capacità di operare efficacemente nel proprio contesto competitivo. Anche in presenza di strumenti di protezione giuridica o di un piano formalmente coerente, tali fattori possono indurre l'investitore professionale a escludere l'operazione.

Particolare rilievo assume, nelle valutazioni dell'investitore, il tema della governance societaria. Come emerge dalle considerazioni dell'intervistato, assetti di governo instabili o incapaci di garantire continuità decisionale rappresentano un fattore di rischio significativo. Situazioni nelle quali l'assetto proprietario non consenta di assicurare stabilità del management, oppure in cui possano emergere conflitti di interesse o comportamenti opportunistici da parte dei soci o degli amministratori, sono infatti

percepite come elementi potenzialmente idonei a compromettere la riuscita dell'operazione di turnaround.

Per quanto concerne il ruolo delle garanzie giuridiche previste dal diritto della crisi, quali la prededuzione e le protezioni rispetto alla revocatoria, l'intervistato riconosce che tali istituti svolgono una funzione importante di mitigazione del rischio legale connesso all'investimento in imprese in difficoltà. Essi contribuiscono a ristabilire un equilibrio tra il rischio assunto e la remunerazione attesa, proteggendo l'investitore sia sotto il profilo economico sia sotto il profilo della responsabilità personale degli organi coinvolti nella gestione dell'operazione. Tuttavia, tali garanzie sono considerate dall'intervistato come condizioni necessarie ma non sufficienti per rendere finanziabile un'impresa in crisi, poiché la prospettiva di recupero della redditività dipende principalmente da fattori di mercato, competitività e qualità del management.

L'intervista mette inoltre in evidenza la differenza strutturale tra l'approccio delle banche tradizionali e quello degli investitori specializzati in operazioni di turnaround. Le prime operano generalmente secondo modelli di valutazione più standardizzati e caratterizzati da una minore propensione al rischio, spesso in quanto già esposte nei confronti dell'impresa prima dell'insorgere della crisi. Gli investitori specializzati, al contrario, intervengono tipicamente quando la crisi è già conclamata e assumono un approccio più opportunistico, accettando livelli di rischio superiori purché sussista una credibile prospettiva di recupero della redditività e di riequilibrio finanziario dell'impresa.

Infine, l'esperienza operativa richiamata dall'intervistato evidenzia alcuni errori ricorrenti commessi dalle imprese in crisi nel momento in cui si presentano al mercato degli investitori. Tra questi assumono particolare rilievo la resistenza dell'imprenditore a consentire modifiche della governance o della struttura manageriale e la mancata disponibilità ad accettare una possibile perdita del controllo societario. A ciò si aggiunge, nei casi più problematici, la tendenza a non rappresentare con piena trasparenza le reali cause della crisi aziendale. Secondo l'intervistato, proprio la trasparenza e l'apertura verso l'investitore rappresentano invece condizioni essenziali per ristabilire la credibilità dell'impresa e rendere concretamente possibile un intervento di nuova finanza.

Nel complesso, le indicazioni emerse dall'intervista confermano come la finanziabilità di un'impresa in crisi dipenda dall'interazione tra fattori economici, organizzativi e giuridici. Gli strumenti predisposti dall'ordinamento svolgono certamente una funzione

di protezione e di riequilibrio del rischio, ma il presupposto decisivo per l'ingresso di nuova finanza rimane la credibile prospettiva di recupero della redditività e della competitività dell'impresa nel mercato di riferimento.

CAPITOLO III

Sommario:

3.1 – Il turnaround come operazione economica di creazione e recupero del valore - 3.2 – I fondi di turnaround come attori specializzati del risanamento - 3.3 - Struttura finanziaria dell'intervento e strumenti di governo del rischio - 3.4 - Struttura finanziaria dell'intervento e strumenti di governo del rischio - 3.5 - Il caso Noberasco: inquadramento dell'impresa e del contesto settoriale - 3.6 Origine e manifestazione della crisi - 3.7 La crisi finanziaria: struttura del debito e fattori di vulnerabilità - 3.8 - Il risanamento e l'intervento dell'investitore specializzato - 3.9 - Il caso Noberasco tra continuità aziendale e logica del turnaround

3.1 Il turnaround come operazione economica di creazione e recupero del valore

Con il termine anglosassone “*turnaround*” si fa generalmente riferimento, nel linguaggio economico-aziendale, al processo di risanamento e rilancio di imprese che attraversano una fase di difficoltà economica o finanziaria, realizzato mediante interventi di riorganizzazione operativa, finanziaria e strategica volti a ripristinare condizioni di equilibrio economico-finanziario e di sostenibilità dell'attività nel medio periodo⁹⁷. In tale prospettiva, l'intervento di soggetti specializzati non è motivato da finalità conservative o assistenziali, ma dalla possibilità di recuperare valore economico attraverso un processo di ristrutturazione efficace. La letteratura sul “*distressed investing*” sottolinea infatti come gli investitori siano generalmente alla ricerca di imprese caratterizzate da modelli di business ancora validi ma appesantite da una struttura finanziaria non sostenibile, efficacemente sintetizzate nella formula della “*good company with a bad balance sheet*”, ossia imprese che conservano un potenziale economico sottostante nonostante la situazione di crisi finanziaria.⁹⁸

⁹⁷ G. ZITO, *Lo chiamano turnaround, sta per rilancio*, ep. 5, Finlombarda finanziamo sviluppo

⁹⁸ C. COTE, *What Is Distressed Debt Investing?*, Harvard Business School, 2021: «As Matt Wilson, a portfolio manager at Oaktree Capital Management, says in the online course [*Alternative Investments*](#), distressed debt investors look for “a good company with a bad balance sheet.”

When an otherwise successful company runs into problems with debt, a distressed debt investor can identify an opportunity and buy a portion of that debt with the goal of gaining a controlling position.»

La logica economica del turnaround emerge con particolare evidenza se confrontata con l'alternativa rappresentata dalla liquidazione. Quest'ultima costituisce una modalità di gestione della crisi che tende a privilegiare la certezza del risultato rispetto alla massimizzazione del valore complessivo dell'impresa. Attraverso la vendita separata degli asset e la distribuzione del ricavato ai creditori, la liquidazione consente di trasformare rapidamente il patrimonio dell'impresa in risorse monetarie. Tuttavia, tale processo comporta inevitabilmente la disgregazione dell'organizzazione produttiva e la perdita di quella dimensione relazionale e operativa che caratterizza l'impresa come sistema economico unitario. La frammentazione degli asset comporta infatti la dispersione di competenze, relazioni commerciali e sinergie organizzative che costituiscono il valore di continuità dell'impresa. Come già ampiamente illustrato nel corso dell'elaborato, infatti, il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, sulla scorta dell'impostazione della Direttiva (UE) 2019/1023, si fonda su un modello che privilegia la salvaguardia della continuità aziendale, attribuendo alla liquidazione una funzione residuale, destinata a operare nei soli casi in cui il risanamento dell'impresa non risulti concretamente perseguibile.⁹⁹

Il turnaround si fonda, al contrario, sull'idea che il valore dell'impresa come entità in funzionamento possa ampiamente superare il valore di realizzo dei singoli beni che la compongono, a condizione che vengano rimosse le cause della crisi e ristabilite condizioni di equilibrio economico-finanziario sostenibile. Il risanamento assume dunque una natura selettiva e presuppone valutazioni ex ante che riguardano non soltanto la situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa, ma anche la sua struttura industriale, la posizione competitiva sul mercato e la credibilità delle strategie di rilancio. Un simile processo non solo consente di preservare il valore economico dell'impresa, ma

⁹⁹ M. EDVIGE CHIARI, *La prioritaria rilevanza della continuità negli strumenti del Codice della crisi*, Diritto dellacrisi.it, 2023, Cap. 4, pag. 8.: «In tale contesto, la liquidazione giudiziale identifica una procedura volta a soddisfare l'interesse dei creditori allorché gli altri strumenti di composizione della crisi non abbiano sortito gli effetti sperati. Tuttavia, dalla lettura del CCII, all'art. 7, parrebbe riscontrarsi la prevalenza della salvaguardia della continuità rispetto alla soddisfazione dei creditori, se è vero che nel caso di proposizione di più domande di accesso agli strumenti di regolazione della crisi, il tribunale esamina in via prioritaria quella diretta a regolare la crisi o l'insolvenza con strumenti diversi dalla liquidazione giudiziale o dalla liquidazione controllata, a condizione che: a) la domanda medesima non sia manifestamente inammissibile; b) il piano non sia manifestamente inadeguato a raggiungere gli obiettivi prefissati; c) nella proposta siano espressamente indicate la convenienza per i creditori o, in caso di concordato in continuità aziendale, le ragioni della assenza di pregiudizio per i creditori. Quindi, a parità di trattamento tra soluzione conservativa e liquidatoria, la norma impone di preferire la continuità, perché è soltanto un pregiudizio concreto per i creditori che può giustificare l'abbandono».

contribuisce altresì alla salvaguardia dei livelli occupazionali e alla stabilità del sistema produttivo.¹⁰⁰

Una delle principali peculiarità dei fondi di turnaround rispetto ai tradizionali operatori di private equity risiede nel ruolo attivo che essi assumono nella gestione del processo di risanamento. Mentre i fondi di private equity ordinari tendono spesso a limitarsi a un'attività di indirizzo strategico e di monitoraggio, partecipando al consiglio di amministrazione e svolgendo funzioni di supervisione sull'andamento dell'impresa, gli investitori specializzati nel turnaround intervengono in modo molto più diretto nella gestione operativa della società partecipata. In tali contesti, infatti, il fondo può assumere un ruolo determinante nella gestione della tesoreria, nella rinegoziazione delle linee di credito e nella riorganizzazione delle principali funzioni aziendali.

Questa maggiore intensità gestionale si accompagna anche a una diversa impostazione delle operazioni di investimento. A differenza del private equity tradizionale, che generalmente non considera come scenario realistico l'insolvenza della società target, gli operatori di turnaround operano spesso in situazioni nelle quali l'impresa si trova in condizioni prossime alla crisi conclamata. Di conseguenza, tali investitori attribuiscono particolare rilevanza agli aspetti giuridici e concorsuali dell'operazione.

Proprio per la natura delle situazioni in cui intervengono, i fondi di turnaround si avvalgono normalmente di professionisti dotati di competenze manageriali, finanziarie e giuridiche particolarmente avanzate. A tali competenze tecniche si affianca una forte capacità di leadership, necessaria per guidare il processo di ristrutturazione e per persuadere i principali stakeholder dell'impresa che l'intervento del fondo rappresenti la soluzione più efficace per il risanamento dell'azienda.

Un ulteriore elemento caratterizzante delle operazioni di turnaround riguarda l'esigenza di intervenire con rapidità, al fine di evitare che il deterioramento della situazione economico-finanziaria conduca rapidamente all'insolvenza e alla perdita del valore aziendale. In tale prospettiva, il fondo provvede generalmente a introdurre nuovi assetti di governance e modelli di management più efficienti, finalizzati a definire e comunicare una rinnovata strategia industriale.

¹⁰⁰ Harman Consulting LTD, *Turnaround Financing*, B-plannow.com, 2024,: «Questo processo non solo preserva il valore aziendale, ma contribuisce anche a mantenere posti di lavoro e a sostenere l'economia nel suo complesso. Il Turnaround Financing, quindi, si conferma come un pilastro fondamentale per il recupero e la crescita delle imprese in difficoltà».

Inoltre, l'attività di turnaround si svolge spesso in un contesto caratterizzato da elevata incertezza informativa. Nelle imprese in crisi, infatti, i sistemi contabili e di controllo possono risultare compromessi o incompleti, determinando significative asimmetrie informative. Ciò rende le attività di due diligence particolarmente complesse e, al tempo stesso, difficili da completare nei tempi ristretti imposti dall'evoluzione della crisi.¹⁰¹

Da un punto di vista strettamente economico, il turnaround può essere qualificato come un'operazione di investimento caratterizzata da un profilo rischio–rendimento particolarmente elevato. Gli investitori che intervengono in imprese in crisi accettano consapevolmente un livello di incertezza superiore rispetto alle operazioni ordinarie di investimento, nella prospettiva di ottenere rendimenti adeguati qualora il processo di ristrutturazione abbia esito positivo. L'obiettivo ultimo perseguito dagli investitori attivi nel settore delle *special situations* consiste nella realizzazione di un rendimento sotto forma di *capital gain*¹⁰², generalmente entro un orizzonte temporale di medio periodo. Come avviene in ogni operazione di private equity, una fase essenziale del processo di investimento è rappresentata dal disinvestimento, o *exit*, che costituisce il momento nel quale il fondo monetizza il valore creato durante la permanenza nel capitale della società partecipata. Proprio per tale ragione, la strategia di uscita viene normalmente pianificata sin dalle fasi iniziali dell'analisi dell'operazione, quando l'investitore non ha ancora assunto la decisione definitiva di procedere all'investimento.

Indipendentemente dall'esito industriale o finanziario del processo di turnaround, il successo dell'operazione dipende in larga misura dalla corretta individuazione del momento più opportuno per realizzare il disinvestimento, nonché dalla scelta del canale di uscita e dall'accurata preparazione della società partecipata in vista della cessione. Il timing dell'uscita è infatti fortemente influenzato dalle condizioni dei mercati finanziari e dall'attrattività del settore economico in cui opera l'impresa oggetto di investimento.

Con riferimento alle modalità di disinvestimento, nelle operazioni di *turnaround financing* il ricorso alla quotazione in borsa della società partecipata (*Initial Public Offering*, IPO) risulta relativamente raro. Più frequenti sono invece le operazioni di *trade*

¹⁰¹ G. ESPOSITO – G. GAGLIARDI, *Il private equity nei progetti di turnaround*, Amministrazione & Finanza, 2019, Cap. 1, pp. 64-65-66

¹⁰² Per una definizione accurata di *Capital Gain*, Bper Banca S.p.A.: «*Capital gain significa guadagno in conto capitale, è sinonimo di plusvalenza. In generale nella vendita di un bene è il guadagno dato dalla differenza positiva tra prezzo di vendita e prezzo d'acquisto. [...] A generare un capital gain non sono solo i titoli: per le imprese una plusvalenza infatti può derivare dalla cessione di asset materiali, come macchinari, immobili o (nelle operazioni di M&A) interesse aziende*».

sale, ossia la cessione della partecipazione a un operatore industriale appartenente allo stesso settore, spesso individuato già nelle prime fasi di analisi dell'investimento, oppure le operazioni di *secondary buy-out*, che consistono nella vendita della partecipazione a un altro fondo di private equity.

Non può tuttavia escludersi anche l'ipotesi di *buy-back*, nella quale membri della famiglia originariamente proprietaria, maturata una nuova consapevolezza in seguito all'esperienza del risanamento, decidono di riacquistare il controllo dell'impresa una volta completato il processo di turnaround e ristabilite condizioni di equilibrio economico e finanziario.

Occorre inoltre considerare che non tutte le operazioni di turnaround conducono a un esito positivo. In alcune circostanze, qualora il *fair market value* della partecipazione risulti azzerato, il fondo può essere costretto a procedere al *write-off* dell'investimento, registrando la conseguente perdita.

In ogni caso, la preparazione della società partecipata in vista della cessione e la gestione accurata dell'intero processo di disinvestimento rappresentano fasi di particolare rilevanza per il successo complessivo dell'operazione. Proprio per questo motivo, i fondi di private equity tendono a dedicare un'attenzione significativa alla pianificazione e all'organizzazione dell'*exit*, consapevoli che il valore dell'investimento si realizza pienamente soltanto nel momento della dismissione della partecipazione.¹⁰³

Dal quadro delineato fino ad ora, risulta evidente che la selettività rappresenta un elemento centrale della logica economica del turnaround. Un intervento indiscriminato a favore di tutte le imprese in difficoltà risulterebbe non solo inefficiente, ma anche potenzialmente dannoso, poiché comporterebbe una dispersione del capitale e un aumento del rischio sistemico. Le operazioni di risanamento presuppongono invece un processo di valutazione rigoroso volto a individuare quelle imprese che presentano un potenziale di recupero sufficiente a giustificare l'assunzione del rischio da parte degli investitori. Tali valutazioni si fondano su analisi economiche complesse che riguardano la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa futuri, la solidità del piano industriale e la possibilità di attuare una discontinuità gestionale effettiva.

¹⁰³ G. ESPOSITO – G. GAGLIARDI, *Il private equity nei progetti di turnaround*, Amministrazione & Finanza, cit. pp. 70,71

Questa impostazione economica risulta coerente con l'evoluzione delle politiche europee e nazionali in materia di crisi d'impresa, le quali mirano a favorire strumenti di ristrutturazione precoce idonei a evitare la distruzione inefficiente di valore. In tale prospettiva, la disciplina europea sulla ristrutturazione preventiva incoraggia l'adozione di meccanismi che consentano alle imprese in difficoltà di accedere tempestivamente a procedure volte al risanamento, preservando l'attività economica e riducendo gli effetti negativi della crisi sull'occupazione e sul tessuto produttivo.¹⁰⁴

È proprio su questa base che si spiega l'emersione, negli ultimi decenni, di operatori specializzati capaci di assumere il rischio delle operazioni di risanamento e di governarne le dinamiche economiche e organizzative. La complessità dei processi di turnaround e la necessità di integrare competenze finanziarie, industriali e manageriali hanno infatti favorito lo sviluppo di soggetti professionali dedicati alla gestione di tali operazioni, tra i quali assumono particolare rilievo i fondi di investimento specializzati nel risanamento d'impresa. L'analisi del ruolo di tali operatori costituisce il naturale punto di partenza per l'esame dei fondi di turnaround, oggetto del paragrafo successivo.

3.2 – I fondi di turnaround come attori specializzati del risanamento

L'evoluzione del turnaround come strategia di investimento ha comportato l'emersione di soggetti specializzati in grado di operare efficacemente in contesti caratterizzati da elevata incertezza, asimmetrie informative e complessità decisionale. Tra questi, un ruolo centrale è assunto dai fondi di turnaround, la cui funzione non può essere compresa se non alla luce delle trasformazioni intervenute nei mercati finanziari e dei limiti strutturali del credito bancario tradizionale nel gestire situazioni di crisi. Tali fondi si collocano in una posizione intermedia tra il finanziamento puro e l'intervento industriale, integrando

¹⁰⁴ Direttiva Insolvency, Art. 2: «La ristrutturazione dovrebbe consentire ai debitori in difficoltà finanziarie di continuare a operare, in tutto o in parte, modificando la composizione, le condizioni o la struttura delle loro attività e delle loro passività o di una qualunque altra parte della loro struttura del capitale, anche mediante la vendita di attività o parti dell'impresa o, se previsto dal diritto nazionale, dell'impresa nel suo complesso, come anche apportando cambiamenti operativi. Salvo specifica disposizione contraria del diritto nazionale, i cambiamenti operativi, come la risoluzione o la modifica dei contratti o la vendita o altro atto dispositivo delle attività, dovrebbero rispettare i requisiti generali previsti dal diritto nazionale per tali misure, in particolare il diritto civile e il diritto del lavoro. Qualsiasi conversione del debito in capitale dovrebbe altresì rispettare le garanzie previste dal diritto nazionale. I quadri di ristrutturazione preventiva dovrebbero innanzitutto permettere ai debitori di ristrutturarsi efficacemente in una fase precoce e prevenire l'insolvenza e quindi evitare la liquidazione di imprese sane. Tali quadri dovrebbero impedire la perdita di posti di lavoro nonché la perdita di conoscenze e competenze e massimizzare il valore totale per i creditori, rispetto a quanto avrebbero ricevuto in caso di liquidazione degli attivi della società o nel caso del migliore scenario alternativo possibile in mancanza di un piano, così come per i proprietari e per l'economia nel suo complesso».

capitale, competenze e capacità di governo dell'impresa in un'unica operazione di risanamento. Il credito bancario, pur avendo storicamente rappresentato la principale fonte di finanziamento delle imprese, manifesta una fisiologica avversione al rischio nelle situazioni di crisi. Questa avversione non deriva necessariamente da una valutazione negativa del potenziale industriale dell'impresa, quanto piuttosto dalla struttura stessa dell'attività bancaria, orientata alla stabilità, alla preservazione del capitale e al rispetto di vincoli regolamentari sempre più stringenti.¹⁰⁵ In presenza di un'impresa in difficoltà, l'esposizione bancaria tende quindi a ridursi o a essere gestita in chiave difensiva, attraverso strategie di rientro o di contenimento del rischio, che difficilmente risultano compatibili con le esigenze di un processo di risanamento profondo e di medio-lungo periodo. La contrazione del credito bancario nelle fasi di crisi apre uno spazio che non può essere colmato né dagli strumenti giuridici, né dall'intervento pubblico in senso stretto. È in questo spazio che si inseriscono i fondi di turnaround, i quali assumono consapevolmente il rischio del risanamento come elemento centrale della propria strategia di investimento. A differenza dei finanziatori tradizionali, tali fondi non si limitano a fornire risorse finanziarie, ma partecipano attivamente alla ristrutturazione dell'impresa, intervenendo sulle scelte strategiche, sull'organizzazione interna e sui meccanismi di governance. Il capitale investito non è concepito come un mero apporto di liquidità, ma come uno strumento funzionale a un progetto di trasformazione complessiva dell'impresa.¹⁰⁶ La razionalità economica dei fondi di turnaround si fonda sulla possibilità di ottenere rendimenti elevati in cambio dell'assunzione di un rischio significativo, a condizione che tale rischio sia governabile. La governabilità del rischio rappresenta il vero discrimine tra un investimento razionale e un'operazione meramente speculativa. Essa presuppone la possibilità di incidere in modo determinante sull'evoluzione dell'impresa, riducendo l'alea legata all'inerzia gestionale e all'azzardo morale. In questa prospettiva, l'intervento del fondo non è mai neutrale, ma strutturalmente connesso alla capacità di esercitare un controllo effettivo sulle decisioni strategiche e operative. I fondi di turnaround si distinguono inoltre dal private equity tradizionale, che tende a investire

¹⁰⁵ F. GAFFURI, *Le banche nella composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa*, Iris.univr.it, 2025,: «La revoca e la sospensione degli affidamenti bancari sono possibili, dunque, ogniqualvolta le stesse risultino giustificate da ragioni di ordine prudenziale, ossia, in definitiva, dall'applicazione del principio di "sana e prudente gestione", sancito dall'art. 5 T.U.B. ».

¹⁰⁶ N. CIMMINO, *The strategic role of turnaround funds*, Grant Thornton, Febbraio 2023,: «Operations are therefore managed by players with great professional experience in various entrepreneurial cases. Subsequently, the support provided by these investors is particularly significant in relation not only to the resources, but also to the managerial know-how contributed to the company in terms of strategic and operational consultancy.».

in imprese sane o in fase di crescita, caratterizzate da un profilo di rischio relativamente contenuto. L'operatività dei fondi di turnaround si colloca invece in contesti di squilibrio già in atto, nei quali l'incertezza riguarda non soltanto i risultati futuri, ma la stessa sopravvivenza dell'impresa.¹⁰⁷ Questa differenza si riflette sia nella struttura degli strumenti finanziari utilizzati, spesso caratterizzati da una combinazione di debito ed equity, sia nell'orizzonte temporale dell'investimento, che è strettamente legato alla riuscita del processo di risanamento. Uno degli elementi qualificanti dell'intervento dei fondi di turnaround è la centralità attribuita alla governance come strumento di controllo del rischio e di creazione del valore. L'ingresso nel capitale, l'erogazione di nuova finanza e l'utilizzo di strumenti ibridi consentono ai fondi di esercitare un'influenza diretta sulle scelte dell'impresa, imponendo vincoli informativi stringenti, ridefinendo la composizione degli organi di amministrazione e affiancando o sostituendo il management. In questo senso, il finanziamento non costituisce mai un'operazione isolata, ma è parte integrante di una strategia di governo volta a garantire l'attuazione effettiva del piano di risanamento. In tale contesto, la discontinuità gestionale assume frequentemente un ruolo di particolare rilievo nei processi di turnaround. In numerose operazioni di risanamento, infatti, l'introduzione di nuovi assetti decisionali o il rafforzamento dei meccanismi di governance può contribuire a favorire l'effettiva attuazione delle strategie di rilancio. La permanenza delle medesime strutture decisionali che hanno accompagnato la fase di crisi non preclude necessariamente il successo dell'intervento, ma può, in alcuni casi, ridurne le probabilità, soprattutto quando non si accompagna a un ripensamento delle modalità di gestione e dei processi decisionali. Per questa ragione, i fondi di turnaround richiedono frequentemente un ripensamento profondo dei meccanismi di governance, che può tradursi nella sostituzione del management, nell'introduzione di sistemi di controllo più rigorosi o nella ridefinizione dei processi decisionali interni.¹⁰⁸ Attraverso tali strumenti, i fondi di turnaround

¹⁰⁷ Per un'ulteriore distinzione di tipologie di turnaround: S. ROMITI, *Lo chiamano turnaround, sta per rilancio*, Finlombarda, cit.: «Ci sono due situazioni: una situazione di turnaround profondo in cui l'azienda è in camera di rianimazione e un turnaround più leggero in cui si avvertono invece i primi sintomi di una crisi per cui l'imprenditore illuminato - cosa che non succede tanto spesso - si rende conto che ha bisogno di una mano da parte di qualcuno e si interviene attraverso il famoso turnaround financing che è quello di cui dobbiamo parlare.»

¹⁰⁸ S. MIGLIORI, *Crisi d'impresa e corporate governance*, Collana di Studi Aziendali Applicati, FrancoAngeli, Cap. 1, pp. 14,15: «i processi di crisi-risanamento, accompagnati da fenomeni di declino delle performance, costituiscono momenti della vita aziendale che possono essere superati mediante l'avvio di processi di cambiamento strategico. La dimensione ed il grado di successo di tali processi sono legati alla presenza di "fattori aziendali" specifici, tra i quali va inclusa sicuramente anche la governance; l'approccio analitico soggettivo allo studio delle cause della crisi individua nel comportamento del management la principale motivazione cui ricondurre i fenomeni di crisi d'impresa.»

svolgono una funzione di selezione che trascende il singolo caso concreto. Essi operano una distinzione sostanziale tra le imprese che presentano un potenziale di recupero e quelle che, pur astrattamente suscettibili di continuità sul piano giuridico, risultano economicamente non sostenibili. La selezione non si fonda solo su criteri formali o su valutazioni puramente patrimoniali, ma su un'analisi complessiva che tiene conto della qualità del management, della trasparenza informativa, della struttura industriale e della possibilità di recuperare una posizione competitiva sul mercato di riferimento. Questa funzione selettiva assume un rilievo sistemico nel nuovo paradigma del diritto della crisi; I fondi di turnaround non rappresentano un fattore di distorsione del sistema, ma un attore funzionale alla sua razionalità complessiva, capace di operare una selezione ex ante delle imprese meritevoli di capitale e di orientare le risorse verso i progetti di risanamento più efficienti. L'emersione di questi soggetti evidenzia, in definitiva, come il risanamento dell'impresa in crisi non possa essere affidato esclusivamente agli strumenti giuridici o all'intervento pubblico, ma richieda la partecipazione di investitori capaci di assumere il rischio e di governare il processo di trasformazione. È su questa base che si giustifica il successivo esame delle modalità concrete di intervento dei fondi di turnaround e del loro rapporto con il diritto della crisi, nonché il confronto con le forme di intervento pubblico, che condividono talune finalità di tutela del valore ma si muovono secondo logiche e criteri di intervento in parte differenti.

L'analisi del ruolo dei fondi di turnaround come attori specializzati del risanamento, pertanto, non può prescindere da una considerazione empirica della dimensione del fenomeno e del contesto economico nel quale tali soggetti operano. Il mercato potenziale del turnaround, in particolare nel segmento delle imprese di medie dimensioni, appare significativamente più ampio rispetto al volume di capitale effettivamente impiegato in operazioni di risanamento. Le statistiche più recenti indicano infatti l'esistenza, nel solo contesto italiano, di oltre millecinquecento imprese con fatturati compresi tra i cinquanta e i duecento milioni di euro caratterizzate da livelli di indebitamento tali da renderle vulnerabili a shock finanziari o industriali, con un fabbisogno potenziale di ricapitalizzazione che viene stimato in un intervallo compreso tra gli otto e i dodici miliardi di euro. Tale dato, pur non potendo essere assunto come misura puntuale,

consente di cogliere la dimensione sistemica del problema e di comprendere il razionale economico che giustifica l'esistenza di operatori specializzati nel turnaround.¹⁰⁹

A fronte di questo bacino potenziale, il numero di operazioni di turnaround effettivamente realizzate risulta tuttavia estremamente contenuto. Le rilevazioni disponibili mostrano come gli investimenti riconducibili a operazioni di turnaround, nel perimetro considerato dalle principali associazioni di settore, rappresentino una quota marginale del complesso delle operazioni di private equity, sia in termini di numero di deal sia in termini di capitale investito. In un recente esercizio di rilevazione, gli investimenti complessivi riconducibili al turnaround si attestano su valori di poco inferiori ai duecento di milioni di euro annui, con un numero di operazioni inferiore a dieci.¹¹⁰ Il divario tra il fabbisogno potenziale di capitale e l'effettiva capacità del mercato di assorbirlo attraverso operazioni di risanamento costituisce un elemento strutturale del settore e non un'anomalia contingente.

Tale divario non può essere spiegato esclusivamente in termini di scarsità di capitale disponibile. Al contrario, esso riflette la natura intrinsecamente selettiva del turnaround come strategia di investimento. La presenza di un ampio numero di imprese in difficoltà non implica, infatti, che tutte siano suscettibili di un intervento di risanamento economicamente razionale. Il fondo di turnaround non opera come un soggetto chiamato a colmare un deficit generalizzato di capitale, ma come un investitore che seleziona, all'interno di un universo ampio e disomogeneo, un numero estremamente ristretto di situazioni nelle quali il rapporto tra rischio e rendimento risulti vantaggioso. In questo senso, la limitatezza delle operazioni di turnaround non segnala un fallimento del mercato, ma costituisce una manifestazione coerente della sua funzione selettiva.

L'operatività dei fondi di turnaround si colloca, inoltre, in un contesto caratterizzato da una marcata complessità informativa. Le imprese in crisi presentano frequentemente bilanci deteriorati, flussi di cassa instabili, contenziosi in essere e una struttura

¹⁰⁹ M. DALLOCCHIO, cit., *Oltre 1.500 PMI italiane con fatturato tra €50 e 200 mln a rischio indebitamento elevato, mercato del turnaround equity potenziale da €8-12 mld*, Il giornale d'Italia, 25 Novembre 2025,: «I numeri fotografano un paradosso del sistema industriale italiano. Secondo Confindustria oltre 1.500 PMI manifatturiere con fatturato tra 50 e 200 milioni presentano indici di indebitamento elevati e criticità di sottocapitalizzazione. Non aziende decotte, ma realtà con attivi di valore e competenze distintive, spesso leader nelle loro nicchie, che fronteggiano squilibri finanziari e patrimoniali aggravati dalla difficile congiuntura anche internazionale.»

¹¹⁰ Bebeez, Aifi, *ci sono 1700 società target perfetti per i fondi di turnaround*, Crisi & rilanci, Dati & Analisi Private Equity, 2021: «AIFI ha calcolato che lo scorso anno si siano condotte soltanto 9 operazioni di turnaround per un valore di 172 milioni di euro di investimenti, sul totale dei già pochi 6,6 miliardi di euro di investimenti complessivi del 2020.»

contrattuale stratificata, che rendono particolarmente difficile una valutazione attendibile del valore prospettico.¹¹¹ L'asimmetria informativa tra impresa e investitore assume, in tali contesti, una dimensione più accentuata rispetto alle operazioni di investimento ordinarie. La capacità di gestire tale asimmetria costituisce uno dei principali elementi di specializzazione dei fondi di turnaround, che si avvalgono di competenze tecniche e professionali non limitate all'ambito finanziario, ma estese alla sfera industriale, legale e organizzativa.

La selettività del turnaround è ulteriormente accentuata dal fatto che l'intervento del fondo talvolta presuppone la possibilità di incidere in modo significativo sulla governance dell'impresa.¹¹² Non tutte le imprese in crisi sono disposte, o in grado, di accettare una discontinuità gestionale effettiva. In molti casi, la resistenza al cambiamento da parte dell'imprenditore o del management rappresenta un ostacolo insormontabile all'ingresso di un investitore specializzato.

La centralità della governance come leva di creazione del valore distingue ulteriormente i fondi di turnaround sia dai finanziatori tradizionali sia da altre categorie di investitori istituzionali. L'ingresso del fondo nel capitale dell'impresa o la concessione di nuova finanza avvengono sovente in combinazione con diritti di controllo e di intervento, che possono tradursi nella nomina di nuovi amministratori, nell'applicazione di "covenants" o nella ridefinizione dei processi decisionali. La governance diviene così uno strumento economico prima ancora che giuridico, funzionale alla riduzione del rischio e alla massimizzazione delle probabilità di successo del risanamento.

Il confronto tra fondi di turnaround e private equity tradizionale non può essere ricondotto esclusivamente al diverso livello di rischio assunto dagli investitori, ma riflette logiche di

¹¹¹ R. CAMODECA – A. SAVOIA, *I bilanci delle imprese in crisi e in stato di insolvenza*, Giuffrè Francis Levebre, 2020: «Per queste ragioni, nell'analisi dell'iter formativo del bilancio di un'impresa in crisi hanno trovato un ben preciso spazio le problematiche relative alle formalità per la convocazione degli organi amministrativi, di controllo e assembleari, ai termini per la predisposizione dei documenti di bilancio, nonché ai casi di divergenza di posizioni tra i componenti degli organi di gestione e di controllo, situazioni — queste ultime — non comuni nei contesti di normalità, ma possibili e sovente riscontrabili nelle situazioni di crisi.»

¹¹² Law Biz Talk, *Corporate Governance Changes in Restructuring: Key Insights*, 15 Marzo 2024: «Effective corporate governance changes in restructuring are pivotal for aligning the interests of these stakeholders. A transparent governance structure fosters trust among them, which is critical in times of uncertainty. This trust can significantly influence the efficacy and acceptance of the restructuring initiative. In times of restructuring, governance frameworks must adapt to reflect new priorities and challenges. This may include revising roles within the board and redefining management responsibilities. Such changes not only ensure better oversight but also enhance the organization's resilience during turbulent transitions.»

intervento profondamente differenti. Sebbene entrambi operino mediante strumenti di partecipazione al capitale e perseguano la creazione di valore, i contesti nei quali intervengono risultano significativamente diversi.

Il private equity tradizionale tende, infatti, a investire in imprese caratterizzate da modelli di business già consolidati e da prospettive di sviluppo, intervenendo prevalentemente su leve di crescita e di efficientamento organizzativo. I fondi di turnaround, al contrario, operano in situazioni di crisi o di grave squilibrio finanziario, nelle quali l'obiettivo prioritario consiste nel recupero delle condizioni di sostenibilità economica dell'impresa.

Tale differenza si riflette inevitabilmente nella gestione del rischio e nelle aspettative di rendimento. L'investimento di turnaround comporta un livello di incertezza più elevato, poiché non può escludere l'eventualità di un esito negativo dell'operazione o dell'avvio dell'impresa verso una liquidazione. Per questa ragione, l'intervento dei fondi di turnaround assume una natura fortemente selettiva, orientando il capitale esclusivamente verso quelle situazioni nelle quali il recupero del valore appare realisticamente perseguibile.¹¹³

In questa prospettiva, i fondi di turnaround svolgono anche una funzione di allocazione selettiva delle risorse, contribuendo a distinguere tra imprese suscettibili di risanamento e imprese per le quali la continuità aziendale non risulta più economicamente sostenibile.

Nello scenario tratteggiato, il ruolo dei fondi di turnaround si intreccia, ma non si sovrappone, a quello dell'intervento pubblico. Se da un lato entrambi perseguono l'obiettivo di preservare il valore dell'impresa e di contenere le esternalità negative della crisi, dall'altro essi rispondono a logiche differenti in termini di criteri di selezione, orizzonte temporale e tolleranza al rischio. La comprensione di tali differenze risulta essenziale per evitare sovrapposizioni improprie e per collocare correttamente

¹¹³ G. ESPOSITO – G. GAGLIARDI, *Il private equity nei progetti di turnaround*, Finanza Aziendale, 2019,: «L'intento di guidare il processo di rilancio è una delle peculiarità rispetto ai fondi di private equity tradizionali. Questi ultimi spesso si limitano a insediare propri esponenti nel consiglio di amministrazione per svolgere la funzione di mentore, di analista dell'andamento dei KPI, di super-direttore finanziario. Chi vuole ristrutturare un'azienda deve invece assumere anche le redini della gestione operativa, facendosi carico della tesoreria e della rinegoziazione delle linee di credito. Questo differente ruolo gestionale si combina con una diversa focalizzazione delle negoziazioni per pervenire all'operazione: il private equity tradizionale non pensa all'ipotesi di fallimento della prossima partecipata, mentre chi fa turnaround presta un'estrema attenzione agli aspetti legali e concorsuali in quanto la sua impresa-obiettivo opera spesso al limite della sopravvivenza.»

l'intervento dei fondi di turnaround all'interno dell'architettura complessiva del diritto della crisi.

Si ribadisce pertanto che l'analisi dei fondi di turnaround come attori specializzati del risanamento consente, in definitiva, di cogliere uno degli snodi centrali del nuovo paradigma concorsuale: la progressiva emersione di un mercato del risanamento nel quale la continuità aziendale non è garantita in via automatica, ma è il risultato di una valutazione selettiva che combina elementi economici, finanziari e di governance. È su questo terreno che si innesta il successivo esame delle modalità operative concrete dell'intervento dei fondi e del loro rapporto con gli strumenti giuridici della crisi, nonché il confronto con le forme di intervento pubblico, chiamate a svolgere una funzione complementare e non sostitutiva rispetto al capitale privato.

3.3 – Struttura dell'intervento e strumenti utilizzati

L'intervento dei fondi di turnaround non si esaurisce nell'apporto di risorse finanziarie, ma si configura come un'operazione complessa, nella quale la scelta dello strumento costituisce parte integrante della strategia di risanamento. Nelle situazioni di crisi, infatti, la struttura dell'intervento non ha solo una funzione tecnica, ma riflette una precisa allocazione del rischio, una determinata collocazione nella gerarchia delle pretese creditorie e un differente grado di incidenza sulla governance dell'impresa. In questa prospettiva, la forma dell'apporto finanziario non è separabile dalla funzione economica e giuridica che esso è chiamato a svolgere, poiché contribuisce a determinare le condizioni di sostenibilità della continuità aziendale e la concreta governabilità del percorso di risanamento.

La razionalità dell'intervento dei fondi di turnaround si fonda, del resto, sull'assunto che la continuità aziendale, per poter essere preservata, debba risultare economicamente sostenibile e concretamente governabile. Il capitale immesso in una situazione di crisi non è destinato a sostenere una prosecuzione indifferenziata dell'attività, ma a finanziare un processo selettivo di ristrutturazione, nel quale l'erogazione delle risorse è normalmente subordinata alla realizzazione di specifiche tappe del piano, alla ridefinizione degli assetti decisionali e all'introduzione di strumenti idonei a controllare il rischio dell'operazione. Da questo punto di vista, la struttura dell'intervento costituisce

uno snodo essenziale nel raccordo tra logica economica del risanamento e disciplina giuridica della crisi.¹¹⁴

In termini generali, gli strumenti utilizzati dai fondi di turnaround possono essere ricondotti a tre categorie fondamentali: strumenti di equity, strumenti di debito e strumenti ibridi. A tali forme di apporto del capitale si affiancano, inoltre, clausole e tecniche contrattuali volte a rafforzare il controllo dell'investitore e a modulare la distribuzione del rischio, specialmente nei casi in cui il finanziamento venga erogato in contesti caratterizzati da elevata incertezza e da marcate asimmetrie informative.¹¹⁵

L'ingresso del fondo nel capitale dell'impresa rappresenta una delle modalità più incisive di intervento, ma non costituisce mai una scelta puramente finanziaria. L'assunzione di una partecipazione consente infatti all'investitore di incidere direttamente sulle scelte strategiche, di partecipare alla ridefinizione degli assetti di governance e di ridurre l'alea connessa alla permanenza di assetti decisionali che abbiano contribuito alla crisi. L'equity, nel turnaround, non svolge soltanto una funzione di patrimonializzazione, ma opera anche come leva di governo dell'impresa, rendendo il rischio più governabile attraverso la possibilità di introdurre una discontinuità gestionale e di riallineare gli incentivi tra management, soci e investitore.¹¹⁶

¹¹⁴ P. DAUWALDER, *Turnaround and Restructuring*, KPMG Switzerland,: «KPMG's Turnaround & Restructuring expertise includes [...] Debt advisory:

- Strategic debt advisory (acquisition financing, succession financing, MBO & MBO financing, LBO financing)

- Operating debt advisory (growth and investment financing, working capital financing, real estate financing, capital structure optimization)

- Debt advisory in turnaround- & restructuring situation.»

¹¹⁵ Turnaround & Credit Opportunities, *Quando possono essere utili e cosa fare*, illimity, appartenente al Gruppo Banca Ifis S.p.A., 5 Maggio 2025,: «Il team Turnaround & Credit Opportunities di illimity è specializzato nel fornire supporto finanziario alle aziende industriali durante momenti cruciali come ristrutturazioni aziendali, razionalizzazioni della capital structure e accelerazioni della crescita. Questi servizi mirano a intervenire in momenti chiave della vita aziendale e si integrano nell'offerta più ampia che illimity mette a disposizione delle PMI e Mid Cap, che include Finanza Strutturata, Factoring, Capital Markets e Cartolarizzazioni. Quando si parla di imprese in crisi, illimity mette a disposizione una pluralità di strumenti finanziari, spesso in combinazione tra loro, per garantire un rilancio efficace.»

¹¹⁶ A. GERVASONI - F. SATTIN, *Private Equity e Venture Capital Manuale di Investimento nel Capitale di Rischio*, Guerini, Milano, 2015,: «l'attività di questi operatori specializzati consiste nel finanziare e guidare il processo di ristrutturazione di un'impresa in perdita e/o in uno stato di stress finanziario al fine di riportarla ad essere profittevole e finanziaria mente stabile.» Lo scopo del fondo è far sì che l'azienda riconquisti profittabilità e performance, migliori lo standing creditizio, la reputazione sul mercato e, contestualmente, sviluppi nuovi processi di governance orientati alla creazione di valore e all'efficienza. «Il perimetro di attività di tali fondi non si limita al conferimento di capitali, ma include un patrimonio immateriale di conoscenze, capacità, know-how, abilità tecnico organizzative ed esperienze professionali.»

Accanto all'equity, l'intervento dei fondi di turnaround si avvale frequentemente di strumenti di debito che, tuttavia, non si sovrappongono al credito bancario tradizionale. Si tratta, più spesso, di finanziamenti subordinati, convertibili, partecipativi o comunque assistiti da specifici diritti di controllo e da una disciplina contrattuale più articolata rispetto a quella tipica del finanziamento ordinario. La funzione di tali strumenti consiste nel modulare l'esposizione dell'investitore, prevedendo forme di protezione in caso di fallimento dell'operazione e, al contempo, possibilità di partecipazione al valore generato ove il risanamento abbia esito positivo. Il debito, in questa prospettiva, non opera come semplice apporto di liquidità, ma come strumento attraverso cui l'investitore seleziona il rischio che intende assumere e le condizioni alle quali è disposto a sostenerlo.

Particolare rilievo assume, in tale quadro, la nuova finanza erogata in funzione del risanamento. Essa non può essere intesa come un finanziamento destinato a colmare in via temporanea un deficit di cassa, ma come un apporto strettamente funzionale all'attuazione del piano industriale e finanziario. La sua giustificazione economica risiede nella prospettiva di recupero della continuità aziendale, mentre la sua giustificazione giuridica dipende dalla coerenza con il percorso di risanamento e dalla concreta idoneità a preservare o rigenerare valore.¹¹⁷

La disciplina della prededuzione conferma tale impostazione. Il trattamento privilegiato riconosciuto a determinate forme di nuova finanza non può infatti essere letto come un incentivo automatico all'erogazione del credito, ma come l'effetto giuridico di una valutazione sostanziale in ordine alla funzionalità del finanziamento rispetto al risanamento dell'impresa. La prededuzione protegge il finanziatore non in quanto tale, ma in quanto portatore di un apporto che si inserisce in modo coerente in un progetto di continuità economicamente razionale. In questo senso, essa opera come meccanismo selettivo, volto a distinguere gli apporti effettivamente funzionali alla conservazione del valore da quelli meramente dilatori o opportunistici.

¹¹⁷ G. ESPOSITO – G. GAGLIARDI, *Il private equity nei progetti di turnaround*, Finanza Aziendale, cit.: «debt/equity swap che prevede, all'approvazione del piano di ristrutturazione, la conversione di una parte delle posizioni creditorie in quote di capitale della società in crisi e, di conseguenza, un superiore allineamento tra gli interessi dei creditori e quelli del fondo. In aggiunta ai sopracitati strumenti, l'innovazione finanziaria ha ampliato la gamma degli strumenti a disposizione delle aziende in crisi e dei fondi di turnaround, per esempio con l'introduzione di puttable convertible bond (che incorporano sia l'opzione di conversione, sia un'opzione put che permette al detentore di rivendere il titolo all'emittente), extendible convertible bond (titoli che conferiscono al detentore la facoltà di estendere la scadenza dell'opzione) e convertible bond with knock out warrants (che danno il diritto di partecipare ai profitti aziendali e, se il prezzo dell'azione non raggiunge un determinato livello detto knock-out, l'assicurazione di un rendimento minimo a scadenza).»

L'utilizzo della prededuzione da parte dei fondi di turnaround si inserisce, pertanto, in una logica di responsabilizzazione dell'investitore. Il riconoscimento di una priorità nel soddisfacimento del credito non elimina il rischio dell'operazione, ma ne modifica la struttura, rendendo sostenibile l'assunzione di un'esposizione significativa in presenza di un progetto credibile di risanamento. La prededuzione, lungi dal costituire una garanzia assoluta, presuppone infatti un controllo rigoroso sulla destinazione delle risorse, sulla coerenza con il piano e sulla concreta funzionalità dell'apporto finanziario rispetto alla continuità.

Tra equity e debito si collocano poi gli strumenti finanziari ibridi, che assumono particolare rilevanza proprio nelle operazioni di turnaround, nelle quali l'incertezza informativa e il rischio di esito negativo rendono spesso inefficiente una scelta immediatamente rigida tra partecipazione al capitale e finanziamento. La possibilità di prevedere meccanismi di conversione del debito in equity, diritti patrimoniali condizionati o forme di partecipazione agli utili consente di adattare progressivamente la posizione dell'investitore all'evoluzione del risanamento. Ne deriva una maggiore flessibilità della struttura dell'intervento, che permette di limitare l'impegno irreversibile nella fase iniziale e di ampliare il coinvolgimento del fondo quando il piano mostri segnali concreti di attuazione.

La funzione degli strumenti ibridi non si esaurisce tuttavia sul piano patrimoniale. Essi incidono anche sulla governance, poiché possono essere accompagnati da diritti amministrativi, obblighi informativi rafforzati, diritti di veto su operazioni straordinarie o meccanismi di rafforzamento progressivo del controllo. In questo senso, la struttura finanziaria dell'intervento si traduce in una tecnica di regolazione del potere decisionale, attraverso la quale il fondo persegue non solo la protezione del capitale investito, ma anche la possibilità di intervenire tempestivamente qualora il percorso di risanamento si discosti dagli obiettivi prefissati.¹¹⁸

¹¹⁸ L. JEANTET – G. COVINO – L. ROMANZI – L. GRASSI, *La soddisfazione dei creditori per il tramite di strumenti finanziari*, Gianni Origoni, Nonsolodirittobancario, 2024: « [...] Sotto altro profilo, si osserva che nel caso di emissione di strumenti c.d. di equity o semi-equity sarebbero attribuiti ai creditori anche diritti di governance, i quali consentirebbero un maggiore controllo e influenza sulla gestione della società emittente, riducendo i rischi associati all'investimento e migliorando potenzialmente il rendimento complessivo. Nell'ipotesi, invece, di emissione di strumenti di debito, i creditori potrebbero vedersi attribuito un diritto di prelazione, che assicurerebbe una maggiore sicurezza al rimborso del capitale investito, nonché un rendimento periodico sotto forma di interessi. ».

La scelta dello strumento utilizzato dipende, inoltre, dallo stadio della crisi, dalla consistenza del fabbisogno finanziario, dalla struttura dell'indebitamento pregresso e dalla disponibilità dell'imprenditore ad accettare una reale discontinuità gestionale. Nelle situazioni di tensione finanziaria ancora reversibile, possono risultare sufficienti forme di nuova finanza assistite da adeguati presidi informativi e di governance; nelle situazioni di squilibrio più grave, invece, l'intervento dell'investitore tende a richiedere strumenti maggiormente incisivi, spesso accompagnati da operazioni sul capitale, da meccanismi di conversione del debito o da una più profonda ridefinizione dell'assetto di governo dell'impresa. Ne consegue che la struttura dell'intervento non è standardizzabile, ma deve essere calibrata sulla specifica configurazione della crisi e sulle concrete prospettive di recupero del valore.¹¹⁹

La struttura dell'intervento non può peraltro essere analizzata prescindendo dal rapporto con il debito preesistente e con i creditori. Il risanamento implica frequentemente una ristrutturazione delle passività, nella quale il nuovo capitale si colloca in una posizione di equilibrio delicato tra l'esigenza di tutelare le pretese dei creditori anteriori e quella di incentivare l'assunzione del rischio da parte del nuovo investitore. In questo contesto, nuova finanza, strumenti ibridi e operazioni sul capitale operano come fattori di riequilibrio, consentendo di superare situazioni di stallo negoziale e di redistribuire il rischio in modo più coerente con le prospettive di continuità aziendale.

La gestione del rapporto con i creditori rappresenta, sotto questo profilo, uno degli aspetti più complessi dell'intervento dei fondi di turnaround. L'immissione di nuovo capitale può infatti alterare gli equilibri preesistenti, generando tensioni tra interessi non allineati. La struttura degli strumenti utilizzati assume allora una funzione di mediazione, volta a rendere compatibile la tutela del ceto creditorio con la necessità di attrarre capitale specializzato. In questa prospettiva, la scelta dello strumento finanziario diviene parte integrante della strategia di composizione dei conflitti tipici delle situazioni di crisi.¹²⁰

¹¹⁹ S. ROMITI, *Lo chiamano turnaround, sta per rilancio*, Finlombarda, Cit.: «Ci sono due situazioni: una situazione di turnaround profondo in cui l'azienda è in camera di rianimazione e un turnaround più leggero in cui si avvertono invece i primi sintomi di una crisi per cui l'imprenditore illuminato - cosa che non succede tanto spesso - si rende conto che ha bisogno di una mano da parte di qualcuno e si interviene attraverso il famoso turnaround financing che è quello di cui dobbiamo parlare. In genere si concretizza con l'ingresso di un terzo, che può essere l'ingresso nel capitale, quindi apportando nuove risorse finanziarie di capitale, quindi nell'equity dell'azienda, o di debito, quindi finanziando l'azienda con debito e fornendo anche management nel caso in cui questo fosse necessario.»

¹²⁰ FasterCapital, *Ristrutturazione del debito aziendale il ruolo dei creditori nella ristrutturazione del debito aziendale*, 8 dicembre 2025, : «[...] Comprendendo questi aspetti del ruolo dei creditori, le imprese possono affrontare la ristrutturazione del debito con una prospettiva più informata, puntando a soluzioni

Qualunque sia la forma tecnica dell'apporto, l'obiettivo del fondo non è quello di affiancare passivamente l'impresa, ma di orientarne attivamente il percorso di risanamento. La modifica degli assetti decisionali, l'introduzione di sistemi di controllo più rigorosi, la definizione di obblighi informativi rafforzati e la possibilità di incidere sulle decisioni strategiche costituiscono il presupposto affinché il capitale investito possa tradursi in una reale rigenerazione del valore.

Una specifica applicazione di questa logica può rinvenirsi anche nell'utilizzo di strumenti di debito privato strutturato, tra i quali possono assumere rilievo i minibond¹²¹, soprattutto nei casi in cui il risanamento richieda l'accesso a fonti di finanziamento alternative rispetto al canale bancario tradizionale. Nel contesto del turnaround, tuttavia, tali strumenti non possono essere considerati in modo standardizzato, poiché richiedono una strutturazione contrattuale particolarmente attenta, idonea a renderli compatibili con l'elevato grado di incertezza che caratterizza le situazioni di crisi.

In questi casi, la qualità della struttura contrattuale assume rilievo decisivo: covenant finanziari e informativi, garanzie, obblighi di reporting, limiti all'assunzione di nuovo indebitamento, diritti di intervento al ricorrere di determinati eventi e meccanismi di priorità nei flussi di pagamento consentono di trasformare un rischio altrimenti opaco in un rischio almeno in parte monitorabile e governabile. Tali clausole non svolgono una funzione meramente accessoria, ma contribuiscono a definire il contenuto economico dell'operazione, poiché stabiliscono le condizioni alle quali l'investitore è disposto a finanziare il risanamento e i presupposti in presenza dei quali può rafforzare il proprio controllo o attivare meccanismi di protezione.

Particolare rilievo assume, in tale contesto, la previsione di covenant, i quali consentono di intercettare tempestivamente eventuali deviazioni rispetto agli obiettivi del piano. La loro funzione, nelle operazioni di turnaround, si colloca su un piano diverso rispetto a quello delle ordinarie operazioni di finanziamento: essi non mirano soltanto a conservare

reciprocamente vantaggiose. Ad esempio, una società potrebbe proporre un piano di ristrutturazione che offre ai creditori garantiti un tasso di recupero più elevato, mentre i creditori non garantiti ricevono capitale proprio, garantendo che tutte le parti abbiano un interesse nel rilancio della società. Questo delicato equilibrio tra diritti dei creditori e sostenibilità aziendale è la pietra angolare delle iniziative di ristrutturazione del debito di successo.»

¹²¹ Finlombarda, *Che cosa sono i mini bond?*, Regione Lombardia, 25 Novembre 2025,: «I minibond sono prestiti obbligazionari di importo inferiore a 50 milioni di euro introdotti in Italia con l'entrata in vigore del "Decreto Sviluppo" e del "Decreto Sviluppo Bis" a partire dal 2012. Si tratta di strumenti obbligazionari di finanza alternativa con i quali le aziende reperiscono le risorse finanziarie necessarie a finanziare i propri programmi di investimento senza ricorrere al credito bancario.»

il valore dell'investimento, ma a preservare le condizioni di sostenibilità della continuità aziendale, fungendo da strumenti di disciplina gestionale e da segnali anticipatori del deterioramento del percorso di risanamento.¹²²

Anche le garanzie e i meccanismi di priorità nei flussi di pagamento contribuiscono a modulare il rischio dell'operazione. Le prime possono rendere più compatibile l'assunzione di un'esposizione elevata con i vincoli propri degli investitori istituzionali; i secondi consentono di tradurre in termini contrattuali la gerarchia delle pretese, chiarendo ex ante la distribuzione dei flussi in caso di tensione finanziaria o di insuccesso del risanamento. In questo senso, la struttura dell'intervento conferma che, nelle operazioni di turnaround, la tecnica contrattuale non costituisce un elemento estrinseco, ma parte della sostanza economica e giuridica dell'operazione.

La struttura dell'intervento dei fondi di turnaround consente, in ultima analisi, di cogliere il nesso profondo tra finanza e diritto della crisi. Gli strumenti finanziari impiegati nei processi di risanamento non operano in un vuoto normativo, né possono essere letti come semplici tecniche di allocazione del capitale, ma si inseriscono in un quadro giuridico che disciplina la continuità aziendale, la tutela dei creditori e la responsabilità degli organi gestori. La compatibilità tra le esigenze dell'investitore specializzato e le finalità proprie del diritto della crisi dipende, pertanto, dalla capacità di costruire architetture finanziarie coerenti con il principio di selettività della continuità e con un approccio ex ante alla valutazione del risanamento.

La scelta tra equity, debito, strumenti ibridi, nuova finanza prededucibile o debito strutturato non è infatti neutrale rispetto agli interessi coinvolti, ma riflette una valutazione sostanziale sulla sostenibilità del risanamento e sulla distribuzione del rischio

¹²² G. GRUPPUSO, *Covenant bancari e il loro impatto nelle ipotesi di default aziendale*, Lexant, 2025,: « [...] Si tratta quindi di clausole che consentono al finanziatore di modificare le condizioni del prestito o di annullarlo, in seguito al verificarsi di eventi specifici previsti nel contratto e possono essere applicati sia ai finanziamenti a capitale di credito, sia a quelli a capitale di rischio. Più nel dettaglio, i covenant possono essere distinti in base alla natura dell'obbligazione assunta dall'impresa finanziata e sono così classificabili: 1. I covenant finanziari permettono al finanziatore di modificare le condizioni del prestito qualora l'impresa debitrice non rispetti l'obbligo di mantenere determinati indicatori economico-finanziari all'interno di un intervallo prestabilito, che rifletta il merito creditizio riconosciuto all'impresa stessa. 2. I covenant informativi obbligano l'impresa a fornire informazioni specifiche che vanno oltre gli obblighi già previsti da leggi o regolamenti, per garantire una trasparenza maggiore verso il creditore. 3. I covenant restrittivi limitano le azioni che il debitore può intraprendere, come ad esempio la realizzazione di determinati investimenti, la conclusione di operazioni con società collegate, l'assunzione di nuovi debiti o la distribuzione dei profitti. 4. Le clausole di default attribuiscono al creditore il diritto di rinegoziare le condizioni del prestito o di esigere il rimborso anticipato in caso di eventi che indichino uno stato di default, come ad esempio la presentazione di una domanda di fallimento da parte dell'impresa debitrice.»

tra i diversi stakeholders. L'architettura finanziaria dell'operazione diviene così parte integrante del giudizio di meritevolezza della continuità, contribuendo a distinguere le situazioni nelle quali il risanamento appare giustificato da quelle in cui la liquidazione costituisce l'esito economicamente e giuridicamente più coerente.¹²³

Su questa base può comprendersi come i fondi di turnaround operino non solo quali apportatori di capitale, ma come soggetti che traducono in scelte finanziarie, contrattuali e di governance la logica selettiva del nuovo diritto della crisi. Proprio il rapporto tra tali logiche di mercato e gli strumenti di regolazione della crisi previsti dall'ordinamento costituisce il naturale passaggio dell'analisi che segue.

3.4 – Struttura finanziaria dell'intervento e compatibilità con il diritto della crisi

La struttura dell'intervento dei fondi di turnaround consente di cogliere con particolare chiarezza il nesso profondo tra finanza e diritto della crisi d'impresa. Gli strumenti finanziari utilizzati nei processi di risanamento non operano in un vuoto normativo, ma si innestano all'interno di un quadro giuridico che disciplina la continuità aziendale, la tutela dei creditori e la responsabilità degli organi gestori. La compatibilità tra le esigenze dell'investitore specializzato e le finalità proprie del diritto della crisi dipende, in larga misura, dalla capacità di costruire architetture finanziarie coerenti con il principio di selettività della continuità e con un approccio ex ante alla valutazione della sostenibilità del risanamento.

In questa prospettiva, la nuova finanza destinata al risanamento assume una funzione qualitativamente diversa rispetto al finanziamento ordinario. Essa non è orientata alla mera prosecuzione dell'attività, ma è funzionalmente collegata alla realizzazione di un piano idoneo a ristabilire condizioni di equilibrio economico-finanziario. Proprio per tale ragione, il legislatore ha progressivamente valorizzato strumenti che consentono l'immissione di risorse finanziarie nel rispetto della tutela dei creditori e della par

¹²³ G. MARINO, *Il ruolo decisivo delle banche e dei fondi di turnaround*, Grant Thornton, 2022,: «In questa direzione va visto anche il recente intervento di AIFI che ha sottolineato l'importanza di investire sui fondi di turnaround per evitare che aziende di valore scompaiano dal mercato, avviando un percorso di approfondimento sul mercato italiano del turnaround in collaborazione con Back to Profit per comprendere quante sono le aziende a rischio default e quale sia l'operatività dei soggetti impegnati nel turnaround.»

condicio, riconoscendo, in presenza di determinate condizioni, forme di protezione e di priorità al capitale destinato al risanamento.

La finanza prededucibile rappresenta, sotto questo profilo, uno degli snodi centrali del sistema. La prededuzione non costituisce un privilegio accordato in via automatica al finanziatore, ma un meccanismo selettivo, subordinato alla verifica della funzionalità del finanziamento rispetto agli obiettivi di continuità aziendale. La sua giustificazione economico-giuridica risiede nell'esigenza di incentivare l'apporto di nuova finanza in contesti caratterizzati da elevato rischio, evitando che l'assenza di protezioni adeguate determini una paralisi degli interventi di risanamento.¹²⁴

La compatibilità tra finanza prededucibile e diritto della crisi dipende tuttavia da un corretto bilanciamento tra incentivo all'investimento e tutela del ceto creditorio. In assenza di un controllo rigoroso sulla effettiva funzionalità del finanziamento, il rischio è che la prededuzione venga utilizzata in modo distortivo, traducendosi in un aggravamento della posizione dei creditori preesistenti. È in questa direzione che la disciplina più recente e la prassi applicativa insistono sulla necessità di una valutazione ex ante della coerenza tra l'intervento finanziario e il piano di risanamento, nonché sulla responsabilizzazione degli organi gestori nella fase di accesso agli strumenti di regolazione della crisi.¹²⁵

Nel contesto della composizione negoziata, tali esigenze risultano particolarmente evidenti. La nuova finanza si inserisce in un percorso che mira a preservare il valore dell'impresa solo nella misura in cui sussistano concrete prospettive di risanamento. La funzione del finanziamento non è quella di sostenere indefinitamente l'attività, ma di accompagnare l'impresa in una fase di transizione, consentendo l'attuazione di interventi industriali e organizzativi coerenti con il piano. La finanza diventa così uno strumento di governo del processo di risanamento, e non un mero mezzo di sopravvivenza temporanea.

¹²⁴ A. ELIA, *Nuova finanza, responsabilità bancaria e composizione negoziata: dalla diffidenza alla cultura del credito responsabile*, Dirittodellacrisi, 2026, cit. Cap. 7

¹²⁵ G. IVONE, *I finanziamenti prededucibili nella composizione negoziata*, Dirittodellacrisi, 10 Dicembre 2026, Cap. 6: «Complessivamente, l'orientamento giurisprudenziale maturato si indirizza verso una linea interpretativa estremamente rigorosa: la prededucibilità nella composizione negoziata non può essere considerata un meccanismo automatico né un beneficio estendibile sulla base della sola situazione di crisi. Al contrario, opera soltanto nei casi tassativamente previsti e, soprattutto, a fronte di un controllo severo del giudice. Questo approccio consente di evitare che lo strumento negoziale degeneri in un terreno di produzione incontrollata di crediti privilegiati, ma allo stesso tempo garantisca un quadro chiaro e affidabile per gli investitori e i soci che intendono sostenere l'impresa in difficoltà.»

Si comprende pertanto il ruolo centrale attribuito alla struttura dell'intervento finanziario. L'utilizzo di strumenti articolati, quali finanziamenti prededucibili, strumenti ibridi e debito strutturato, consente di modulare il rischio e di allineare gli interessi dell'investitore con quelli del sistema. La struttura non è una tecnicità accessoria, ma l'elemento attraverso il quale si realizza il coordinamento tra logiche di mercato e disciplina concorsuale. Una struttura finanziaria coerente rafforza la credibilità del piano, migliora la trasparenza informativa e consente una più efficace tutela dei creditori.

Il rapporto tra intervento dei fondi di turnaround e strumenti di regolazione della crisi evidenzia, in definitiva, come il risanamento non possa essere affidato esclusivamente alla disciplina giuridica, né al solo mercato. È nella loro integrazione che si realizza un modello di gestione della crisi orientato alla rigenerazione del valore, nel quale la finanza strutturata e il diritto concorrono a definire le condizioni di accesso alla continuità aziendale. Questo equilibrio rappresenta il presupposto per un utilizzo efficiente delle risorse e per una tutela effettiva degli interessi coinvolti.¹²⁶

Quanto fin ora osservato, conduce all'analisi di un *"case history"* fortemente esemplificativo del meccanismo di turnaround d'impresa.

3.5 Inquadramento dell'impresa e del settore

Noberasco S.p.A. è una storica impresa italiana attiva nel settore della frutta secca e disidratata, con oltre un secolo di attività alle spalle e una continuità proprietaria riconducibile alla famiglia fondatrice, elemento che ne ha caratterizzato in modo significativo l'identità industriale e l'impostazione strategica nel tempo¹²⁷. La dimensione storica dell'impresa non si esaurisce in un dato meramente cronologico, ma si riflette in una cultura aziendale fortemente orientata alla qualità del prodotto, alla riconoscibilità del marchio e al radicamento territoriale.

L'azienda ha sede in Liguria e mantiene un forte legame con il territorio del comune di Carcare, in Val Bormida, dove è situato il principale stabilimento produttivo. Tale insediamento rappresenta non solo il centro operativo dell'attività industriale, ma anche

¹²⁶ G. MARINO, *Il mercato M&A turnaround e la composizione negoziata, Il ruolo decisivo delle banche e dei fondi di turnaround*, Grant Thornton, 2022,; « [...] Sanando queste incertezze, la composizione negoziata avvicinerà sempre più gli investitori specializzati, che saranno quindi disposti ad offrire un prezzo maggiore per l'acquisto di aziende o di rami di esse allineando i loro interessi anche a quelli di imprenditori e banche.»

¹²⁷ Sito ufficiale Noberasco, *Storia e identità aziendale*, <https://noberasco.it/>

un presidio economico e occupazionale di rilievo per l'area, inserendosi in un contesto territoriale storicamente segnato da processi di deindustrializzazione e riconversione¹²⁸. La localizzazione dello stabilimento e il suo peso occupazionale assumono pertanto rilievo anche nella successiva valutazione delle scelte di continuità aziendale.

Nel corso degli anni, Noberasco ha progressivamente ampliato il proprio perimetro operativo, evolvendo da realtà prevalentemente commerciale a operatore industriale strutturato lungo l'intera filiera della frutta secca e disidratata. L'impresa ha consolidato la propria presenza nei canali della grande distribuzione organizzata, affiancando a questi il canale Ho.Re.Ca¹²⁹ e una crescente proiezione verso i mercati esteri¹³⁰. Questa strategia ha consentito di rafforzare la visibilità del marchio e di intercettare segmenti di domanda differenziati, ma ha al contempo comportato una maggiore esposizione alle dinamiche competitive e contrattuali imposte dai grandi operatori della distribuzione.

Il posizionamento di Noberasco si inserisce infatti in un settore caratterizzato da margini strutturalmente contenuti, da un'elevata concorrenza e da una forte pressione sui costi di approvvigionamento, elementi che rendono particolarmente delicato l'equilibrio tra crescita dei volumi, redditività e sostenibilità finanziaria.¹³¹ La capacità di mantenere standard qualitativi elevati, pur operando in un contesto di compressione dei margini, rappresenta una sfida costante per gli operatori del comparto.

Il settore della frutta secca e disidratata presenta inoltre una significativa dipendenza dall'andamento dei mercati internazionali delle materie prime, nonché un'elevata esposizione alla volatilità dei costi energetici e logistici, fattori che incidono direttamente sulla struttura dei costi e sulla redditività delle imprese. A ciò si aggiunge la crescente attenzione ai profili di sostenibilità ambientale e di tracciabilità della filiera, che impone investimenti continui in innovazione di processo e adeguamento degli standard produttivi. In tale contesto, la capacità di sostenere investimenti industriali rilevanti mantenendo un

¹²⁸ *La svolta di Noberasco, che cosa cambia a Carcare con Illimity alla guida*, La Stampa, 12 dicembre 2025, https://www.lastampa.it/savona/2025/12/12/news/svolta_noberasco_carcare_illimity_guida-15431246/

¹²⁹ Acronimo di *Hotellerie, Restaurant, Cafè/Catering*, identifica il settore commerciale del consumo fuori casa di cibi e bevande.

¹³⁰ Sito ufficiale Noberasco, *Prodotti e mercati*, <https://noberasco.it/>

¹³¹ *Il posizionamento di Noberasco nel mercato della frutta secca*, La Stampa, 12 dicembre 2025, https://www.lastampa.it/savona/2025/12/12/news/svolta_noberasco_carcare_illimity_guida-15431246/

adeguato equilibrio finanziario costituisce un presupposto essenziale per la continuità aziendale.

Un passaggio centrale nella storia recente dell'impresa è rappresentato dalla realizzazione del nuovo stabilimento produttivo di Carcare, inaugurato nel 2017, frutto di un investimento superiore ai cinquanta milioni di euro¹³². L'impianto è stato concepito come una struttura altamente automatizzata e tecnologicamente avanzata, in grado di incrementare l'efficienza produttiva e di supportare una strategia di crescita di medio-lungo periodo. Tale investimento ha rafforzato in modo significativo il profilo industriale di Noberasco e ne ha ampliato le potenzialità produttive, ma ha al contempo inciso in modo rilevante sulla struttura finanziaria dell'impresa, aumentando il fabbisogno di capitale e la dipendenza dal credito bancario¹³³. Questo elemento si rivelerà decisivo nella successiva fase di crisi.

3.6 Origine e manifestazione della crisi

La crisi di Noberasco non si manifesta come un evento improvviso o inatteso, bensì come l'esito di un progressivo deterioramento degli equilibri finanziari, maturato in un contesto industriale ancora operativo ma caratterizzato da crescenti tensioni. Essa va pertanto interpretata come un processo graduale, nel quale fattori esogeni e fattori endogeni si sono progressivamente sovrapposti, incidendo sulla sostenibilità complessiva della struttura finanziaria dell'impresa.

Sul piano esterno, l'azienda ha operato in una fase segnata da forti discontinuità macroeconomiche, caratterizzate dall'aumento dei costi energetici, dall'incremento dei prezzi delle materie prime e da una generale instabilità delle catene di approvvigionamento. Tali dinamiche hanno avuto effetti particolarmente rilevanti su un settore a margini compressi come quello della frutta secca, nel quale la possibilità di trasferire i maggiori costi sui prezzi finali risulta limitata dalla pressione competitiva

¹³² *La crisi di Noberasco e il negoziato con le banche: via alla cassa integrazione*, Distribuzione Moderna, 2023, <https://distribuzionemoderna.info/news/la-crisi-di-noberasco-e-il-negoziato-con-le-banche-via-alla-cassa-integrazione>

¹³³ *Il nuovo stabilimento di Carcare e la strategia industriale di Noberasco*, La Stampa, 12 dicembre 2025, https://www.lastampa.it/savona/2025/12/12/news/svolta_noberasco_carcare_illimity_guida-15431246/

esercitata dalla grande distribuzione organizzata. Ne è derivata una progressiva erosione della redditività operativa, con impatti diretti sui flussi di cassa disponibili.¹³⁴

Sul piano interno, il peso degli investimenti realizzati negli anni precedenti, in particolare quello relativo allo stabilimento di Carcare, ha contribuito a irrigidire la struttura finanziaria dell'impresa e a ridurre i margini di flessibilità nella gestione della liquidità. L'elevato livello di indebitamento bancario, inizialmente funzionale a sostenere un progetto di crescita industriale, ha finito per amplificare gli effetti delle tensioni esterne, rendendo più difficile l'assorbimento degli shock negativi. In tale contesto, la crisi assume prevalentemente i tratti di una crisi finanziaria, piuttosto che di una crisi industriale in senso stretto, poiché la capacità produttiva e il posizionamento sul mercato non risultano compromessi in modo irreversibile.

La manifestazione più evidente di tale situazione si è tradotta nell'avvio di un negoziato con il sistema bancario, volto a individuare soluzioni per la gestione dell'esposizione debitoria, e nel ricorso a strumenti di gestione della crisi occupazionale, come la cassa integrazione per parte del personale amministrativo. Tali elementi costituiscono segnali chiari di uno stato di tensione strutturale, nel quale la prosecuzione dell'attività richiedeva un intervento di riequilibrio complessivo della posizione finanziaria e della governance, aprendo la strada a una fase di discontinuità gestionale e all'ingresso di un investitore specializzato nel risanamento.

3.7 Struttura finanziaria e criticità

L'analisi della struttura finanziaria di Noberasco costituisce un passaggio centrale per comprendere la natura della crisi e la logica dell'intervento di risanamento. Dai dati e dalle ricostruzioni giornalistiche emerge come la difficoltà dell'impresa non sia riconducibile a una perdita strutturale di competitività industriale, bensì a un progressivo squilibrio finanziario determinato dall'elevato livello di indebitamento bancario e dalla rigidità della struttura del debito¹³⁵. In tale prospettiva, la crisi può essere qualificata

¹³⁴ *Noberasco supera la crisi grazie all'accordo con le banche e all'ingresso di Illimity*, Il Giornale d'Italia, 2024, <https://www.ilgiornaleditalia.it/news/mondo-imprese/613728/noberasco-supera-crisi-banche-illimity-sgr-icct-illimity.html>

¹³⁵ *Noberasco frutta secca e disidratata esce dalla crisi: via libera alla ristrutturazione del debito bancario, entra nel capitale Illimity col fondo ICCT*, BeBeez, 2024, <https://bebeez.it/crisi-rilanci/noberasco-frutta-secca-e-disidratata-esce-dalla-crisi-via-libera-alla-ristrutturazione-del-debito-bancario-entra-nel-capitale-illimity-col-fondo-icct/>

prevalentemente come crisi finanziaria, nella quale la sostenibilità dell'esposizione debitoria è venuta meno in presenza di shock esogeni e di una contrazione dei margini operativi.

Il livello dell'indebitamento complessivo, attestato intorno ai 117 milioni di euro, rappresenta un elemento di particolare rilievo nell'analisi del caso¹³⁶. Tale esposizione risulta in larga parte riconducibile al sistema bancario e appare strettamente connessa al ciclo di investimenti realizzati negli anni precedenti, in particolare alla costruzione del nuovo stabilimento produttivo di Carcare. L'investimento, pur rafforzando il profilo industriale dell'impresa, ha comportato un significativo incremento del fabbisogno finanziario e un conseguente aumento della leva, riducendo la capacità dell'azienda di assorbire eventuali tensioni sui flussi di cassa.

La struttura finanziaria così delineata si è rivelata particolarmente vulnerabile in un contesto di aumento dei costi e di compressione dei margini. I ricavi dell'impresa, pur attestandosi su livelli rilevanti (circa 85 milioni di euro), non hanno consentito di mantenere un equilibrio soddisfacente tra servizio del debito, fabbisogno di capitale circolante e investimenti necessari per sostenere l'operatività¹³⁷. Il margine operativo, indicato intorno al 6,8%, risulta coerente con le caratteristiche del settore, ma insufficiente a compensare un livello di indebitamento così elevato in presenza di un aumento dei costi finanziari e di una riduzione della liquidità disponibile.

In questo quadro, la struttura del debito assume un ruolo determinante nel comprendere le criticità emerse. La prevalenza del debito bancario, caratterizzato da scadenze e condizioni non facilmente rimodulabili nel breve periodo, ha contribuito a irrigidire la posizione finanziaria dell'impresa, limitando gli spazi di manovra nella gestione della crisi. L'assenza di strumenti di capitale o di quasi-capitale in grado di assorbire le perdite e sostenere la continuità operativa ha reso necessario un intervento esterno, orientato non

¹³⁶ *Noberasco supera la crisi grazie all'accordo con le banche e all'ingresso di Illimity*, Il Giornale d'Italia, 2024, <https://www.ilgiornaleditalia.it/news/mondo-imprese/613728/noberasco-supera-crisi-banche-illimity-sgr-icct-illimity.html>

¹³⁷ *La struttura economico-finanziaria di Noberasco al centro del piano di risanamento*, Svolta.net, <https://www.svolta.net/noberasco-esce-dallo-stato-di-crisi-al-via-nuova-fase-di-rilancio/21772/>

solo alla ristrutturazione dell'esposizione debitoria, ma anche al rafforzamento complessivo della struttura finanziaria.¹³⁸

La tensione finanziaria si è manifestata in modo concreto attraverso l'avvio di un confronto con il sistema bancario e il ricorso a strumenti di gestione della crisi occupazionale, quali la cassa integrazione per una parte del personale amministrativo. Tali segnali evidenziano come la crisi avesse raggiunto una soglia tale da incidere sulla gestione ordinaria dell'impresa, rendendo non più procrastinabile un intervento strutturale. In assenza di una ristrutturazione del debito e di un apporto di nuova finanza, la prosecuzione dell'attività avrebbe comportato un progressivo deterioramento della posizione dei creditori e un rischio crescente di perdita di valore.

La struttura finanziaria di Noberasco, dunque, presenta le caratteristiche tipiche delle situazioni in cui il risanamento non può essere affidato esclusivamente a misure di natura negoziale o dilatoria, ma richiede una discontinuità nella gestione del debito e nella governance. È in questo contesto che matura l'ingresso di un investitore specializzato nel turnaround, in grado di intervenire non solo come finanziatore, ma come soggetto capace di ridefinire l'equilibrio tra debito, capitale e controllo dell'impresa¹³⁹. La crisi finanziaria, lungi dall'essere un mero incidente di percorso, diventa così il presupposto per un'operazione di ristrutturazione orientata alla stabilizzazione e al rilancio dell'attività, secondo una logica coerente con i principi di selettività e sostenibilità del risanamento.

3.8 – Operazioni di risanamento e ruolo degli investitori

L'operazione di risanamento di Noberasco S.p.A. si colloca all'interno di una traiettoria che segna un netto superamento della gestione puramente bancaria della crisi, aprendo a una soluzione fondata sull'intervento di un investitore specializzato nel turnaround. L'ingresso di Illimity SGR, attraverso il fondo ICCT – Illimity Credit & Corporate Turnaround Fund, rappresenta il momento di discontinuità rispetto alla fase precedente,

¹³⁸ *La crisi di Noberasco e il negoziato con le banche: via alla cassa integrazione*, Distribuzione Moderna, <https://distribuzionemoderna.info/news/la-crisi-di-noberasco-e-il-negoziato-con-le-banche-via-alla-cassa-integrazione>, cit.

¹³⁹ *Il ruolo di Illimity nel risanamento di Noberasco*, BeBeez, 2024, <https://bebeez.it/crisi-rilanci/noberasco-frutta-secca-e-disidratata-esce-dalla-crisi-via-libera-alla-ristrutturazione-del-debito-bancario-entra-nel-capitale-illimity-col-fondo-icct/>

caratterizzata da un progressivo irrigidimento dei rapporti con il ceto creditorio e da una crescente difficoltà nel mantenere un equilibrio finanziario sostenibile¹⁴⁰.

L'elemento qualificante dell'operazione risiede nella trasformazione del ruolo del creditore finanziario, che da soggetto esterno al governo dell'impresa assume una posizione centrale nella definizione delle strategie di risanamento. Illimity non interviene esclusivamente come fornitore di liquidità o come soggetto volto alla massimizzazione del recupero del credito, ma come investitore orientato alla stabilizzazione dell'impresa nel medio periodo, attraverso un riequilibrio strutturale tra debito, capitale e governance. Questa impostazione riflette in modo evidente la logica propria dei fondi di turnaround che sarà oggetto di analisi nel Capitolo 4, fondata sull'assunzione consapevole del rischio e sulla selettività dell'intervento.

Dal punto di vista operativo, il risanamento si è sviluppato attraverso una ristrutturazione del debito bancario e una successiva capitalizzazione che ha condotto Illimity ad acquisire una partecipazione di maggioranza nel capitale della società. La famiglia Noberasco è rimasta presente, seppure in posizione minoritaria, garantendo continuità industriale e preservando il know-how storico dell'impresa¹⁴¹. Tale configurazione evidenzia una scelta di equilibrio tra discontinuità finanziaria e continuità industriale, nella quale il sacrificio del controllo da parte della proprietà originaria diventa il presupposto per la salvaguardia dell'attività produttiva.

La capitalizzazione del debito assume un significato che va oltre la mera ristrutturazione contabile dell'esposizione. Essa consente di ridurre in modo significativo la pressione finanziaria sull'impresa e di riallineare gli incentivi tra investitore e azienda, spostando il baricentro della gestione dal breve termine alla creazione di valore nel medio-lungo periodo. In questa prospettiva, l'intervento di Illimity si configura come un'operazione di

¹⁴⁰ BeBeez, *Noberasco frutta secca e disidratata esce dalla crisi: entra nel capitale Illimity col fondo ICCT*, 2024, <https://bebeez.it/crisi-rilanci/noberasco-frutta-secca-e-disidratata-esce-dalla-crisi-via-libera-alla-ristrutturazione-del-debito-bancario-entra-nel-capitale-illimity-col-fondo-icct/>

¹⁴¹ La Stampa, *La svolta di Noberasco, che cosa cambia a Carcare con Illimity alla guida*, 12 dicembre 2025, https://www.lastampa.it/savona/2025/12/12/news/svolta_noberasco_carcare_illimity_guida-15431246/

finanza strutturata finalizzata al governo del rischio, piuttosto che come una soluzione emergenziale dettata dall'urgenza di evitare l'insolvenza¹⁴².

Un ulteriore profilo di rilievo riguarda il rafforzamento della governance. L'assunzione del controllo da parte del fondo comporta una revisione dei processi decisionali e un maggiore presidio sulla gestione finanziaria, elementi che appaiono coerenti con la necessità di garantire disciplina e trasparenza in una fase di rilancio. La governance diventa così uno strumento essenziale del risanamento, non in senso formale, ma come leva concreta per assicurare l'effettiva attuazione del piano industriale e la sostenibilità della continuità aziendale¹⁴³.

Sotto il profilo sistemico, l'operazione presenta evidenti punti di contatto con l'evoluzione del diritto della crisi d'impresa, pur non collocandosi necessariamente all'interno di una procedura tipica. Il Codice della crisi valorizza infatti soluzioni che consentano il superamento dello stato di difficoltà attraverso interventi tempestivi e strutturali, evitando la dispersione del valore aziendale. In questo scenario, l'ingresso di un investitore specializzato può essere letto come una modalità alternativa e, talvolta, più efficiente, di perseguire le medesime finalità di tutela della continuità e dei creditori, senza ricorrere a strumenti concorsuali in senso stretto.

La natura selettiva dell'intervento emerge con particolare chiarezza se si considera che Illimity ha operato una valutazione preventiva della sostenibilità industriale dell'impresa, individuando nel rafforzamento del capitale e nella ristrutturazione del debito le condizioni necessarie per il rilancio. Non si tratta, dunque, di un salvataggio generalizzato, ma di un'operazione fondata sulla verifica ex ante della possibilità di recupero del valore, in linea con la logica del turnaround come investimento ad alto rischio ma potenzialmente ad alto rendimento.¹⁴⁴

¹⁴² Illimity SGR, *Turnaround e Credit Opportunities*, <https://www.illimity.com/it/cosa-offriamo/turnaround-e-credit-opportunities>

¹⁴³ DirittoeAffari, *Il rilancio di Noberasco: tutti gli advisor*, <https://dirittoeaffari.it/il-rilancio-di-noberasco-tutti-gli-advisor>

¹⁴⁴ Svolta, *Noberasco esce dallo stato di crisi: al via una nuova fase di rilancio*, <https://www.svolta.net/noberasco-esce-dallo-stato-di-crisi-al-via-nuova-fase-di-rilancio/21772/>

L'operazione su Noberasco consente infine di cogliere una trasformazione più ampia nel rapporto tra finanza e impresa in crisi. Il risanamento non è più affidato esclusivamente alla negoziazione con il sistema bancario o alla compressione dei costi, ma passa attraverso l'ingresso di soggetti in grado di apportare capitale, competenze e una visione strategica. In tale prospettiva, Illimity si colloca come attore ibrido tra credito e capitale, capace di coniugare esigenze di recupero finanziario e obiettivi di sviluppo industriale.

Nel complesso, il caso Noberasco mostra come le operazioni di risanamento più efficaci siano quelle che riescono a integrare strumenti finanziari, governance e progetto industriale all'interno di una strategia coerente. L'ingresso di un fondo di turnaround non rappresenta una soluzione neutra o indolore, ma implica scelte rilevanti in termini di assetti proprietari e di controllo. Tuttavia, nel caso in esame, tali scelte appaiono funzionali alla preservazione della continuità aziendale e alla creazione delle condizioni per un rilancio sostenibile, confermando la centralità degli investitori specializzati nelle moderne dinamiche di gestione della crisi d'impresa.

3.9 – Continuità aziendale concreto e valutazione critica del caso Noberasco alla luce della logica del turnaround

Nel caso Noberasco S.p.A., la continuità aziendale non può essere intesa come mera prosecuzione dell'attività produttiva, ma come risultato di un processo di riequilibrio strutturale che coinvolge assetto finanziario, governance e strategia industriale. La vicenda dell'impresa ligure consente di osservare, in chiave applicativa, come la continuità non rappresenti un valore in sé, bensì un esito condizionato alla sussistenza di presupposti economici e organizzativi concreti, coerenti con una logica di sostenibilità nel medio periodo.

Un primo elemento rilevante è rappresentato dalla permanenza dell'operatività industriale anche nelle fasi più acute della crisi. Noberasco non ha mai interrotto l'attività produttiva, ricorrendo a strumenti di gestione temporanea delle difficoltà, quali la cassa integrazione per una parte del personale amministrativo, senza compromettere la capacità dell'impresa

di presidiare il mercato e mantenere attiva la filiera¹⁴⁵. Questo dato distingue il caso in esame da situazioni di crisi irreversibile, nelle quali la continuità viene invocata in assenza di una reale base industriale.

La continuità, tuttavia, non può essere valutata esclusivamente sul piano operativo. Come emerge dalle ricostruzioni disponibili, la sostenibilità dell'attività era stata progressivamente messa in discussione dal peso dell'indebitamento e dalla rigidità della struttura finanziaria, elementi che rendevano la prosecuzione dell'impresa sempre più dipendente da interventi esterni. In questo senso, la continuità appariva possibile solo a condizione di un mutamento profondo dell'assetto finanziario e dei rapporti con il ceto creditorio.

L'ingresso di Illimity, attraverso il fondo ICCT, segna il passaggio da una continuità meramente difensiva a una continuità "governata". La ristrutturazione del debito e la capitalizzazione consentono di ridurre la pressione finanziaria sull'impresa e di creare uno spazio temporale nel quale il progetto industriale può essere sviluppato senza l'immediata incombenza dell'insolvenza. In questo quadro, la continuità non è più affidata alla tolleranza delle banche o alla dilazione delle scadenze, ma ad un assetto nel quale il rischio è in parte internalizzato dall'investitore¹⁴⁶.

Dal punto di vista sostanziale, il caso Noberasco evidenzia come la sostenibilità della continuità aziendale, in contesti di crisi finanziaria avanzata, risulti strettamente connessa anche alla capacità di intervenire sugli assetti di governance. Il passaggio del controllo a un soggetto esterno alla famiglia fondatrice determina una discontinuità proprietaria che, pur comportando un sacrificio per l'azionista originario, si inserisce in una logica di rafforzamento della stabilità complessiva dell'impresa. La permanenza della famiglia in posizione minoritaria consente comunque di preservare competenze e know-how consolidati, evitando una rottura traumatica con la storia aziendale, ma al tempo stesso

¹⁴⁵ Distribuzione Moderna, *La crisi di Noberasco e il negoziato con le banche: via alla cassa integrazione*, <https://distribuzionemoderna.info/news/la-crisi-di-noberasco-e-il-negoziato-con-le-banche-via-alla-cassa-integrazione>, cit.

¹⁴⁶ Il Giornale d'Italia, *Noberasco supera la crisi grazie all'accordo con le banche e all'ingresso di Illimity*, 27 maggio 2024, <https://www.ilgiornaleditalia.it/news/mondo-imprese/613728/noberasco-supera-crisi-banche-illimity-sgr-icct-illimity.html>

non impedisce l'introduzione di presidi decisionali e finanziari più strutturati, coerenti con la nuova fase di risanamento¹⁴⁷.

Un ulteriore profilo di interesse riguarda la dimensione territoriale e occupazionale della continuità. Dalle fonti emerge come lo stabilimento di Carcare rappresenti un asset strategico non solo per l'impresa, ma anche per il tessuto economico locale. La prosecuzione dell'attività produttiva e l'assenza, allo stato, di piani di dismissione o delocalizzazione rafforzano l'idea di una continuità orientata alla valorizzazione dell'investimento industriale già realizzato, piuttosto che a una mera estrazione di valore nel breve periodo. Tuttavia, tale elemento va valutato con cautela, trattandosi di scenari che dipendono da scelte future e non integralmente predeterminabili sulla base delle informazioni attualmente disponibili.

Nel confronto con i principi che ispirano il diritto della crisi d'impresa, il caso mostra una sostanziale coerenza con l'idea di continuità come opzione razionale e selettiva. Il Codice della crisi, pur non imponendo soluzioni specifiche, valorizza modelli di intervento che consentano di preservare l'attività economica quando ciò avvenga in presenza di un piano credibile e di un equilibrio sostenibile tra interessi coinvolti. Nel caso Noberasco, la continuità non è stata perseguita in modo indiscriminato, ma subordinata all'ingresso di un investitore disposto ad assumere rischio e a governare il processo di risanamento.

È significativo, in questa prospettiva, che la continuità non sia stata affidata a misure puramente emergenziali o a strumenti di protezione temporanea, ma a un'operazione di ristrutturazione strutturale. L'intervento di Illimity si inserisce in una logica che supera la contrapposizione tra tutela dei creditori e prosecuzione dell'attività, mostrando come le due esigenze possano essere ricomposte attraverso un riequilibrio dell'assetto finanziario e proprietario¹⁴⁸. La continuità diventa così il risultato di una scelta economica razionale, piuttosto che un obiettivo imposto per via normativa.

¹⁴⁷ La Stampa, *La svolta di Noberasco, che cosa cambia a Carcare con Illimity alla guida*, 12 dicembre 2025 https://www.lastampa.it/savona/2025/12/12/news/svolta_noberasco_carcare_illimity_guida-15431246/

¹⁴⁸ Svolta, *Noberasco esce dallo stato di crisi: al via una nuova fase di rilancio*, <https://www.svolta.net/noberasco-esce-dallo-stato-di-crisi-al-via-nuova-fase-di-rilancio/21772/>

Resta, tuttavia, un profilo di criticità che non può essere ignorato. La sostenibilità della continuità nel medio-lungo periodo dipenderà dalla capacità dell'impresa di tradurre il riequilibrio finanziario in risultati economici coerenti con il nuovo assetto. L'ampliamento dell'export, lo sviluppo di prodotti a maggiore valore aggiunto e l'efficientamento delle linee produttive rappresentano direttrici strategiche individuate, ma il loro esito non è, allo stato, integralmente verificabile. In questa fase, la continuità va dunque letta come una possibilità concreta, ma non come un risultato definitivamente acquisito.

Nel complesso, il caso Noberasco consente di osservare una declinazione matura del concetto di continuità aziendale, intesa non come automatica prosecuzione dell'attività, ma come esito di un processo selettivo fondato su valutazioni economiche, finanziarie e organizzative. La presenza di un investitore specializzato, la ristrutturazione del debito e la revisione della governance costituiscono i pilastri di una continuità che appare, allo stato delle fonti disponibili, razionalmente giustificata. Tale esperienza conferma come, nelle moderne dinamiche di gestione della crisi, la continuità aziendale non sia un valore da preservare a ogni costo, ma una scelta da compiere solo quando esistano le condizioni per una reale rigenerazione del valore.

Il caso Noberasco S.p.A., esaminato alla luce dei criteri propri del turnaround delineati nell'elaborato, consente di formulare una valutazione complessiva articolata, nella quale elementi di forza e profili di criticità convivono senza che ciò comprometta la razionalità economica dell'operazione. L'intervento realizzato non può essere qualificato come un salvataggio indiscriminato, né come una mera ristrutturazione finanziaria di breve periodo, ma si colloca in una zona intermedia, nella quale la continuità aziendale è perseguita come esito condizionato e non come valore da preservare a ogni costo.

Sotto il profilo positivo, il primo elemento da valorizzare è la reversibilità della crisi. L'ingresso di un fondo di turnaround costituisce, in sé, un indicatore rilevante del fatto che l'impresa presenta ancora presupposti industriali e organizzativi idonei a sostenere un percorso di risanamento. La decisione di investire in una società in difficoltà implica infatti una valutazione *ex ante* della capacità dell'impresa di rigenerare valore, valutazione che non si fonda su mere aspettative, ma su analisi approfondite della struttura produttiva, del posizionamento di mercato e delle prospettive di sviluppo. In questo senso, il caso Noberasco conferma come la crisi non coincida necessariamente con l'irreversibilità, ma possa rappresentare una fase di transizione verso un assetto più

sostenibile, a condizione che siano presenti soggetti disposti ad assumere rischio e a governarlo in modo attivo.

Un secondo profilo di forza riguarda la coerenza dell'operazione con la logica del turnaround intesa come intervento selettivo. L'operazione non è stata costruita per preservare l'esistente in modo statico, ma per modificare in profondità l'equilibrio tra debito, capitale e governance. La ristrutturazione del debito e la capitalizzazione rappresentano strumenti funzionali a ridurre la pressione finanziaria e a riallineare gli incentivi tra investitore e impresa, superando quella asimmetria che aveva contribuito alla maturazione della crisi. Tale impostazione appare coerente con l'idea, emersa anche sul piano sistemico, che la continuità aziendale sia sostenibile solo se accompagnata da un riequilibrio strutturale e non da misure meramente dilatorie.¹⁴⁹

In questa prospettiva, la vicenda Noberasco consente anche di cogliere una distinzione rilevante tra continuità formale e continuità sostanziale. La prima si limita alla prosecuzione dell'attività nel breve periodo, spesso sostenuta da tolleranze creditizie o interventi temporanei; la seconda presuppone invece una revisione degli assetti economico-finanziari tale da rendere l'impresa capace di operare in condizioni di equilibrio. L'operazione analizzata si colloca chiaramente in questa seconda dimensione, nella misura in cui il riequilibrio finanziario è stato accompagnato da un rafforzamento della governance e da una ridefinizione delle responsabilità decisionali.

Accanto a questi elementi positivi, non possono tuttavia essere trascurati alcuni limiti strutturali. In primo luogo, il successo del percorso di risanamento resta legato alla capacità dell'impresa di tradurre il riequilibrio finanziario in risultati economici duraturi. La presenza di un investitore specializzato e di una governance rafforzata riduce il rischio di una ricaduta immediata, ma non elimina l'incertezza connessa alle dinamiche di mercato, all'evoluzione dei costi e alla capacità di innovazione del modello produttivo. In questo senso, la continuità aziendale nel caso Noberasco deve essere letta come una possibilità concreta, ma non come un risultato definitivamente acquisito, rimanendo esposta a variabili esterne che sfuggono al controllo dell'impresa.

Un ulteriore profilo critico riguarda la selettività intrinseca del modello. Operazioni come quella in esame non sono replicabili in modo indiscriminato, né possono costituire una

¹⁴⁹ BeBeez, *Noberasco frutta secca e disidratata esce dalla crisi: entra nel capitale Illimity col fondo ICCT*, 2024, <https://bebeez.it/crisi-rilanci/noberasco-frutta-secca-e-disidratata-esce-dalla-crisi-via-libera-alla-ristrutturazione-del-debito-bancario-entra-nel-capitale-illimity-col-fondo-icct/>

soluzione generalizzata per tutte le imprese in crisi. Esse presuppongono dimensioni minime, un patrimonio industriale significativo e un potenziale di recupero del valore che non è sempre presente, soprattutto nelle realtà più fragili. Tuttavia, il caso Noberasco mostra come, nel tessuto delle PMI italiane, esistano più situazioni di questo tipo di quanto comunemente si ritenga, in particolare in settori caratterizzati da una forte integrazione con il territorio e da una rilevanza strategica in termini occupazionali e di indotto.

Proprio la dimensione territoriale rappresenta un ulteriore elemento da considerare nella valutazione complessiva. La prosecuzione dell'attività produttiva e il mantenimento dello stabilimento di Carcare assumono un rilievo che va oltre l'interesse dei singoli creditori o dell'investitore. La continuità aziendale incide infatti sull'occupazione, sull'indotto locale e sul gettito fiscale, contribuendo alla stabilità economica di un'area che ruota attorno all'impresa. In questa prospettiva, il risanamento non può essere letto esclusivamente come un'operazione finanziaria, ma anche come un intervento che produce effetti sistemici rilevanti.¹⁵⁰ Quest'aspetto rafforza l'interesse pubblico indiretto verso soluzioni che consentano la prosecuzione dell'attività economica, pur nel rispetto della selettività e della sostenibilità.

Quanto al ruolo dei fondi di turnaround, il caso Noberasco consente di esprimere una valutazione tendenzialmente favorevole, pur senza indulgere in letture celebrative. Rispetto alla gestione tradizionale della crisi da parte del sistema bancario, l'intervento di un fondo specializzato appare maggiormente orientato alla creazione di valore e alla stabilizzazione dell'impresa nel medio periodo. La disponibilità ad assumere rischio, l'ingresso nel capitale e il rafforzamento della governance rappresentano elementi che difficilmente possono essere replicati da una pluralità di creditori bancari con interessi spesso frammentati¹⁵¹. In tale prospettiva, i fondi di turnaround emergono come strumenti particolarmente adatti alla gestione di crisi complesse, nelle quali il problema non è solo finanziario, ma anche organizzativo e strategico.

Al tempo stesso, non può ignorarsi che tali interventi comportano sacrifici significativi per l'azionista originario e una perdita di autonomia gestionale, elementi che rendono il

¹⁵⁰ La Stampa, *La svolta di Noberasco, che cosa cambia a Carcare con Illimity alla guida*, 12 dicembre 2025, https://www.lastampa.it/savona/2025/12/12/news/svolta_noberasco_carcare_illimity_guida-15431246/

¹⁵¹ Illimity SGR, *Turnaround e Credit Opportunities*, <https://www.illimity.com/it/cosa-offriamo/turnaround-e-credit-opportunities>

modello tutt'altro che neutro. Il trasferimento del controllo e l'ingresso di un soggetto esterno incidono profondamente sugli equilibri proprietari e sulle dinamiche decisionali, richiedendo un'accettazione consapevole del trade-off tra controllo e sopravvivenza dell'impresa. Questo aspetto costituisce uno dei principali limiti del modello, ma anche uno dei suoi tratti qualificanti, nella misura in cui rende esplicito il costo della continuità aziendale.

Nel bilancio complessivo, il caso Noberasco può essere qualificato come un esempio virtuoso di applicazione della logica del turnaround, nel quale la continuità aziendale emerge come risultato di una scelta economica razionale e selettiva. I punti di forza dell'operazione (reversibilità della crisi, riequilibrio finanziario, governance rafforzata e attenzione al territorio) convivono con limiti strutturali e rischi residui che non possono essere rimossi sul piano teorico. Proprio questa compresenza di elementi positivi e criticità rende il caso particolarmente significativo, offrendo una rappresentazione realistica delle potenzialità e dei confini degli strumenti di risanamento fondati sull'intervento di investitori specializzati.

CAPITOLO IV

Sommario:

4.1 – Il bilancio di un nuovo paradigma del diritto della crisi – 4.2 – Il ruolo della nuova finanza nella gestione della crisi alla luce del mutato paradigma – 4.3 – I fondi di turnaround nel nuovo sistema della crisi d'impresa – 4.4 – Limiti strutturali e criticità applicative

4.1 – Il bilancio di un nuovo paradigma del diritto della crisi

L'analisi sviluppata nei capitoli precedenti consente di tracciare un bilancio articolato del profondo mutamento di paradigma che ha interessato il diritto della crisi d'impresa nell'ordinamento italiano. Con l'introduzione del Codice della crisi e dell'insolvenza si assiste infatti al superamento ormai strutturale della tradizionale centralità della liquidazione giudiziale quale esito fisiologico della crisi, a favore di un sistema orientato alla prevenzione, all'emersione anticipata degli squilibri e alla gestione negoziale delle difficoltà dell'impresa. Tale evoluzione si colloca all'interno di un più ampio processo di ripensamento della funzione stessa del diritto concorsuale, che non si limita più a disciplinare l'insolvenza conclamata, ma interviene nella fase patologica che precede il dissesto irreversibile, nella consapevolezza che l'anticipazione costituisca uno degli strumenti più efficaci per la tutela del valore economico dell'impresa.¹⁵²

Questo mutamento di prospettiva non implica, tuttavia, un arretramento della tutela del ceto creditorio. Al contrario, il Codice riformula tale tutela alla luce dell'esigenza di evitare la distruzione inefficiente del valore, riconoscendo che, in presenza di determinate condizioni, la conservazione dell'impresa in funzionamento può risultare preferibile rispetto alla dismissione atomistica dei singoli asset. La liquidazione non scompare dunque dal sistema, ma viene ricondotta a un ruolo residuale, destinato ad operare nei casi in cui la prosecuzione dell'attività non risulti economicamente giustificabile o sostenibile.

In questo scenario, inoltre, si inserisce il rafforzamento del principio degli adeguati assetti amministrativi, contabili e organizzativi, che assume una funzione centrale nel nuovo

¹⁵² Art. 3, d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza), che impone all'imprenditore l'adozione di assetti organizzativi idonei a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e ad attivare senza indugio gli strumenti di regolazione previsti dall'ordinamento.

paradigma della crisi.¹⁵³ L'obbligo di dotarsi di assetti idonei a rilevare tempestivamente lo stato di difficoltà dell'impresa non rappresenta soltanto un adempimento formale, ma esprime una precisa scelta di politica legislativa volta a promuovere una gestione dell'attività imprenditoriale meno passiva e maggiormente orientata alla responsabilizzazione dell'imprenditore. Il diritto della crisi non interviene più soltanto ex post, ma richiede un atteggiamento proattivo nella gestione dell'impresa, fondato sulla capacità di monitorare costantemente gli equilibri aziendali e di attivare tempestivamente gli strumenti di regolazione della crisi.

Il nuovo paradigma non assume la continuità aziendale come esito automatico, né la impone in modo incondizionato. Essa viene piuttosto configurata come obiettivo dell'ordinamento, il cui perseguimento resta subordinato a una verifica concreta della sostenibilità economico-finanziaria del progetto di risanamento, resa possibile proprio dall'esistenza di assetti organizzativi adeguati e da un sistema informativo aziendale affidabile. In questa prospettiva, il diritto della crisi tende progressivamente a emanciparsi da una visione meramente terminale dell'insolvenza e si propone di governare la crisi come processo, nel quale la qualità della gestione e delle informazioni disponibili assume un ruolo determinante.

Il bilancio complessivo che emerge da tale evoluzione può essere considerato, nel complesso, positivo, pur non essendo privo di elementi di ambivalenza. Il Codice della crisi offre infatti una cornice normativa avanzata e coerente con le istanze europee di anticipazione e ristrutturazione precoce, ma la sua effettività dipende in misura decisiva dalla qualità delle scelte compiute dagli operatori coinvolti. Gli strumenti introdotti dal legislatore non si auto-attuano, né sono in grado, da soli, di garantire esiti virtuosi: essi presuppongono competenze tecniche, capacità valutative e una cultura della crisi che deve tradursi in prassi gestionali concrete e responsabili.

In tale contesto, il nuovo paradigma del diritto della crisi si presenta come un sistema potenzialmente idoneo a favorire soluzioni più efficienti e selettive, ma al tempo stesso

¹⁵³ Art. 2086 c.c.: «L'imprenditore è il capo dell'impresa e da lui dipendono gerarchicamente i suoi collaboratori [2094, 2104].

L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale.»

esposto al rischio di applicazioni velleitarie o, ancor peggio, dilatorie. La distanza tra la qualità delle regole e la loro concreta attuazione continua a rappresentare uno dei principali fattori critici del sistema, confermando come l'evoluzione del diritto della crisi non possa prescindere da un effettivo rafforzamento della responsabilità dell'imprenditore e degli organi societari chiamati a presidiare la continuità aziendale.

4.2 – Il ruolo della nuova finanza nella gestione della crisi alla luce del mutato paradigma

Nel nuovo paradigma del diritto della crisi, la nuova finanza assume una posizione di indubbia centralità, pur non configurandosi come uno strumento autonomo né autosufficiente. L'analisi sviluppata nel corso della presente ricerca evidenzia come l'apporto di risorse finanziarie in contesti di difficoltà non possa essere considerato una soluzione in sé, bensì uno strumento funzionale alla realizzazione di un progetto di risanamento credibile e sostenibile. La nuova finanza non è chiamata a supplire a scelte imprenditoriali mancate né a sostenere indefinitamente imprese prive di prospettive economiche, ma a intervenire in modo selettivo, laddove sussistano condizioni tangibili per il recupero dell'equilibrio aziendale.

Il legislatore, consapevole delle difficoltà strutturali che caratterizzano il finanziamento dell'impresa in crisi, ha progressivamente introdotto meccanismi volti a incentivare l'afflusso di capitale in contesti connotati da un elevato livello di rischio. Tra questi assumono particolare rilievo strumenti quali la prededuzione dei finanziamenti, le misure protettive e la limitazione delle responsabilità del finanziatore. Tali interventi normativi rispondono all'esigenza di attenuare l'asimmetria informativa e il rischio giuridico che, storicamente, hanno disincentivato l'intervento di nuovi finanziatori nelle fasi patologiche della vita dell'impresa.

L'efficacia di tali meccanismi resta tuttavia strettamente condizionata alla funzionalità dell'intervento finanziario rispetto al percorso di risanamento. In assenza di un piano credibile, di assetti organizzativi adeguati e di una governance in grado di presidiare l'attuazione delle misure previste, la nuova finanza rischia di trasformarsi da strumento di riequilibrio in fattore di aggravamento della crisi, rinviando un esito liquidatorio ormai inevitabile e incrementando il pregiudizio per il ceto creditorio. In questo senso, il diritto della crisi non legittima un finanziamento "aprioristico", ma richiede una valutazione sostanziale della coerenza tra le risorse immesse e gli obiettivi di risanamento perseguiti.

La collocazione della nuova finanza all'interno del sistema della crisi evidenzia, pertanto, una tensione strutturale tra incentivo e responsabilità. Da un lato, l'ordinamento riconosce la necessità di favorire l'ingresso di capitale fresco quale condizione spesso imprescindibile per rendere effettiva la continuità aziendale; dall'altro, subordina tale ingresso a un giudizio di meritevolezza economica, che implica un'assunzione di responsabilità da parte dell'imprenditore e degli organi gestori. La finanza diviene così parte integrante del governo della crisi e non un elemento esterno o neutrale rispetto alle scelte di ristrutturazione.¹⁵⁴

Il ruolo reale della nuova finanza si colloca dunque in una dimensione intermedia: essa non rappresenta né una soluzione salvifica né un elemento marginale del sistema, ma una leva essenziale quando inserita all'interno di un disegno complessivo che coinvolga piano industriale, assetti organizzativi e struttura di governance. La sua legittimazione non deriva dalla mera disponibilità di risorse finanziarie, ma dalla coerenza tra i mezzi impiegati e la finalità di riequilibrio perseguita. In questa prospettiva, la nuova finanza si configura come uno strumento di responsabilizzazione degli attori coinvolti nel processo di ristrutturazione, capace di rendere effettivo il nuovo paradigma della crisi soltanto laddove sia accompagnata da un'evoluzione nell'approccio di tutti gli operatori coinvolti, chiamati a orientare le proprie scelte verso una gestione più consapevole e tempestiva della crisi.

4.3 – I fondi di turnaround nel nuovo sistema della crisi d'impresa

Nel quadro delineato nei paragrafi precedenti, il ruolo dei fondi di turnaround assume un rilievo che trascende la dimensione meramente finanziaria. Essi rappresentano, piuttosto, uno dei principali strumenti attraverso cui il nuovo paradigma del diritto della crisi d'impresa trova concreta attuazione nella prassi. L'analisi svolta mostra come tali soggetti siano in grado di operare in coerenza con i principi di selettività, sostenibilità e responsabilizzazione che permeano la disciplina della crisi, contribuendo a trasformare la continuità aziendale da obiettivo normativo astratto a risultato economicamente perseguibile.

¹⁵⁴ In tal senso si colloca la disciplina dei finanziamenti prededucibili prevista dall'art. 99 del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 CCII, che riconosce la prededuzione solo ai finanziamenti funzionali al miglior soddisfacimento dei creditori, evidenziando come l'apporto di nuova finanza sia legittimato esclusivamente quando inserito in un percorso di risanamento economicamente sostenibile.

I fondi di turnaround si caratterizzano per un approccio selettivo all'investimento, fondato su una valutazione approfondita delle prospettive industriali e finanziarie dell'impresa in crisi. A differenza del credito bancario tradizionale, essi non risultano vincolati a logiche prevalentemente conservative né ai medesimi requisiti prudenziali che limitano l'assunzione di rischio nelle fasi patologiche dell'attività d'impresa. Ciò consente loro di intervenire in contesti nei quali il sistema bancario, specialmente nelle PMI, tende a ridurre o interrompere il supporto finanziario, pur in presenza di potenziali margini di risanamento.¹⁵⁵

Tale capacità di intervento non si traduce, tuttavia, in un sostegno indiscriminato all'impresa in difficoltà. Al contrario, i fondi di turnaround operano secondo logiche strettamente condizionate alla sostenibilità del progetto di risanamento. L'ingresso nel capitale o nella struttura finanziaria dell'impresa è normalmente accompagnato da una revisione significativa degli assetti di governance, da una ristrutturazione del debito e dall'introduzione di strumenti di controllo idonei a monitorare l'attuazione del piano. In questo senso, il capitale apportato non è neutro, ma reca con sé competenze gestionali, capacità di indirizzo strategico e meccanismi di accountability che incidono direttamente sul governo dell'impresa.

Questa modalità di intervento appare pienamente coerente con la ratio del legislatore, che nel nuovo diritto della crisi non mira a preservare l'impresa a ogni costo, ma a favorire soluzioni idonee a massimizzare il valore complessivo generato dall'attività economica. I fondi di turnaround si collocano esattamente in questo spazio, assumendo il rischio dell'investimento solo laddove la continuità aziendale sia supportata da presupposti economici verificabili. Essi contribuiscono così a rendere effettiva quella selettività che il legislatore ha implicitamente incorporato negli strumenti di regolazione negoziale della crisi.

Il collegamento tra l'operatività dei fondi di turnaround e gli strumenti previsti dal Codice emerge con particolare chiarezza nel contesto della composizione negoziata della crisi. In tale sede, la presenza di un investitore specializzato può costituire un elemento

¹⁵⁵ F. GIOMMONI, *Composizione negoziata della crisi e sospensione degli affidamenti bancari*, Euroconferencenews, 12 Giugno 2025,: «Le nuove norme del “Correttivo-ter” non paiono in grado di risolvere del tutto questa importante problematica che ha riflessi prevalentemente sulle composizioni negoziate delle piccole e medie imprese, le quali dipendono maggiormente dal sistema bancario, avendo scarsa possibilità, a differenza delle grandi imprese, di ricorrere a fonti alternative di finanziamento (da ciò, molto probabilmente, dipende la scarsa percentuale di successo delle CNC avviate dalle piccole e medie imprese rispetto alla grandi, come emerge dai rapporti di Unioncamere).»

determinante per la credibilità del percorso di risanamento, rafforzando la fiducia dei creditori e favorendo il mantenimento dei rapporti finanziari. La nuova finanza apportata da questi soggetti si distingue infatti per la sua natura strutturale, orientata al riequilibrio dell'impresa e non al mero sostegno temporaneo della liquidità.¹⁵⁶

Sotto questo profilo, i fondi di turnaround contribuiscono a colmare un vuoto strutturale del sistema, offrendo un canale alternativo al credito bancario per il finanziamento delle imprese in crisi. Tale funzione non si pone in contrapposizione con il sistema bancario, ma si inserisce piuttosto in una logica di complementarità: mentre le banche tendono a privilegiare la riduzione del rischio e la tutela dell'esposizione pregressa, i fondi sono in grado di assumere un livello di rischio più elevato in cambio di un potenziale ritorno legato al successo del processo di risanamento. Questa complementarità risulta particolarmente rilevante nei contesti di crisi complessa, nei quali la sola rinegoziazione del debito non è sufficiente a ripristinare condizioni di equilibrio.

L'operatività dei fondi di turnaround evidenzia inoltre una significativa consonanza con l'approccio europeo alla gestione della crisi d'impresa. La Direttiva (UE) 2019/1023, pur non disciplinando direttamente tali soggetti, presuppone l'esistenza di investitori disposti a sostenere processi di ristrutturazione preventiva, riconoscendo implicitamente che la continuità aziendale può essere effettivamente perseguita solo attraverso l'afflusso di capitale nuovo accompagnato da competenze gestionali adeguate. In questa prospettiva, i fondi di turnaround possono essere considerati tra gli attori privilegiati nella concreta attuazione degli obiettivi perseguiti dal legislatore europeo e nazionale.

L'analisi del caso Noberasco, sviluppata nel capitolo precedente, consente di cogliere in modo empirico tali dinamiche. L'ingresso di un fondo di turnaround ha determinato non soltanto un apporto di risorse finanziarie, ma una riorganizzazione complessiva dell'impresa, fondata su discontinuità proprietaria, rafforzamento della governance e revisione della struttura finanziaria. Il caso dimostra come la continuità aziendale possa risultare sostenibile soltanto se accompagnata da un intervento strutturale capace di incidere sulle cause profonde della crisi e non sui suoi soli effetti.

In definitiva, i fondi di turnaround si configurano come uno dei principali strumenti di attuazione del nuovo paradigma del diritto della crisi. Essi rendono operativa la

¹⁵⁶ G. ESPOSITO – G. GAGLIARDI, *Il private equity nei progetti di turnaround*, Finanza Aziendale, cit., p.66,: « [...] Peraltro, il piano di ristrutturazione finanziaria deve essere implementato privilegiando la sopravvivenza e la stabilizzazione nel breve termine ma considerando anche lo sviluppo di lungo periodo.»

preferenza dell'ordinamento per soluzioni di continuità sostenibile, traducendo in scelte concrete i principi di selettività, responsabilità e governo del rischio. La loro funzione non è sostitutiva del diritto della crisi, ma integrativa: il diritto fornisce la cornice normativa entro cui operare, mentre l'investitore specializzato contribuisce a rendere effettiva la realizzazione delle soluzioni di risanamento.

4.4 – Limiti strutturali e criticità applicative

Una valutazione complessiva del nuovo paradigma del diritto della crisi d'impresa non può prescindere dall'analisi dei suoi limiti strutturali e delle criticità applicative che emergono nella prassi. La crescente centralità attribuita alla continuità aziendale sostenibile, così come il ruolo riconosciuto alla nuova finanza e ai fondi di turnaround, non delineano infatti un modello privo di zone d'ombra, né una soluzione suscettibile di applicazione uniforme a tutte le situazioni di crisi.

In primo luogo, occorre rilevare come le operazioni di turnaround presuppongano condizioni dimensionali, patrimoniali e industriali che non risultano riscontrabili nella maggior parte delle imprese in difficoltà. La presenza di asset significativi, di un core business recuperabile e di margini di intervento sulla struttura finanziaria rappresenta infatti un presupposto essenziale affinché l'intervento di un investitore specializzato possa risultare economicamente giustificabile. Ne consegue che il modello analizzato tende fisiologicamente a concentrarsi su imprese di dimensioni medio-grandi o comunque dotate di una struttura organizzativa sufficientemente articolata da sostenere processi di ristrutturazione complessi.

Questa selettività, se da un lato appare coerente con la logica di efficienza allocativa che ispira il moderno diritto della crisi, dall'altro evidenzia un limite oggettivo del sistema: una parte significativa del tessuto imprenditoriale, in particolare quello composto da piccole e microimprese, rimane di fatto esclusa dall'accesso a strumenti di risanamento avanzati fondati sull'ingresso di capitale specializzato. In tali contesti, la continuità aziendale, pur teoricamente valorizzata dall'ordinamento, incontra ostacoli strutturali difficilmente superabili.

Un ulteriore profilo critico riguarda il rapporto tra investitori finanziari e interessi di lungo periodo dell'impresa. L'intervento dei fondi di turnaround è per sua natura orientato al recupero del valore e alla successiva dismissione dell'investimento entro un orizzonte temporale definito. Tale impostazione, pur non essendo di per sé incompatibile con la

continuità aziendale, può generare tensioni rispetto a strategie industriali di più lungo periodo, soprattutto nei casi in cui il processo di risanamento richieda tempi estesi o investimenti non immediatamente remunerativi.

In quest'ottica, il rischio non risiede tanto in una contrapposizione ideologica tra finanza e impresa, quanto piuttosto nella possibile asimmetria tra gli obiettivi di medio periodo dell'investitore e le esigenze di stabilità e sviluppo dell'organizzazione aziendale. Il diritto della crisi, pur prevedendo strumenti di controllo e di responsabilizzazione degli operatori coinvolti, non è in grado di eliminare strutturalmente tale tensione, potendo al più contribuire a governarla attraverso assetti di governance adeguati e meccanismi di coordinamento tra gli interessi in gioco.

Sul piano applicativo emergono inoltre criticità legate al ruolo del sistema bancario nei percorsi di regolazione negoziale della crisi. La prassi della composizione negoziata mostra come, nonostante il quadro normativo sia orientato a favorire il mantenimento degli affidamenti e a scoraggiare comportamenti opportunistici, gli istituti di credito tendano a mantenere un approccio fortemente prudentziale, spesso riducendo l'esposizione verso imprese in difficoltà anche in presenza di prospettive di risanamento. Tale atteggiamento, se comprensibile alla luce dei vincoli regolamentari e prudentziali che gravano sul sistema bancario, può incidere negativamente sulla tenuta dei percorsi di continuità, rendendo più complesso l'ingresso di nuova finanza e l'attuazione dei piani di ristrutturazione.

A ciò si aggiunge la complessità del coordinamento tra i diversi attori coinvolti nel processo di risanamento: imprenditore, investitori, sistema bancario, esperto negoziatore e creditori. La pluralità degli interessi in gioco e la necessità di pervenire a soluzioni condivise rendono il successo degli strumenti negoziali fortemente dipendente dalla qualità del dialogo tra le parti e dalla capacità di costruire un consenso informato. In assenza di tale coordinamento, anche strumenti normativamente avanzati rischiano di rimanere privi di effettiva efficacia.

Infine, va considerato il rischio di un utilizzo distorto degli strumenti di regolazione della crisi, qualora essi vengano impiegati per procrastinare situazioni di insolvenza ormai irreversibile. Sebbene il sistema sia oggi maggiormente orientato alla verifica della sostenibilità della continuità aziendale, permane il pericolo che percorsi di risanamento formalmente corretti si traducano in un mero rinvio dell'esito liquidatorio, con

conseguente aggravamento delle perdite complessive. Questo rischio non può essere eliminato esclusivamente sul piano normativo, ma richiede un approccio rigoroso e responsabile da parte degli operatori chiamati a valutare la meritevolezza delle soluzioni proposte.

In definitiva, i limiti del modello non risiedono tanto nella sua impostazione teorica quanto nella sua concreta applicazione. Il nuovo diritto della crisi mette a disposizione strumenti idonei a favorire risanamenti selettivi ed efficienti, ma la loro effettiva operatività dipende in larga misura dalla capacità degli attori coinvolti di utilizzarli in modo consapevole, evitando tanto approcci meramente difensivi quanto letture eccessivamente ottimistiche delle prospettive di continuità.

CONCLUSIONI

Il percorso sviluppato nel corso della presente tesi consente di cogliere con maggiore chiarezza la portata del mutamento che ha interessato il diritto della crisi d'impresa negli ultimi anni. Il passaggio da una concezione prevalentemente liquidatoria a un sistema orientato alla prevenzione, alla continuità sostenibile e alla regolazione negoziale della crisi non rappresenta infatti un semplice aggiornamento normativo, ma riflette una trasformazione più profonda del modo in cui l'ordinamento guarda alla difficoltà dell'impresa.

Questo cambiamento non nasce in modo isolato sul piano nazionale, ma si inserisce in un contesto europeo che ha inciso in maniera significativa sulla disciplina interna. La Direttiva (UE) 2019/1023 ha contribuito a ridefinire il perimetro stesso della crisi d'impresa, superando l'idea di un intervento tardivo e meramente repressivo e promuovendo strumenti anticipatori fondati sulla responsabilizzazione del debitore e sulla salvaguardia del valore economico. Il Codice della crisi e dell'insolvenza si pone come attuazione coerente di tale indirizzo, recependo un modello che guarda alla crisi come a una fase da prevenire e governare, non semplicemente da subire.

All'interno di questo quadro, la composizione negoziata della crisi emerge come lo strumento che più di ogni altro incarna la ratio del legislatore. Essa rappresenta il luogo nel quale prevenzione, continuità aziendale e dialogo tra le parti trovano una possibile sintesi operativa. Tuttavia, come l'analisi svolta ha evidenziato, la composizione negoziata non costituisce uno strumento autosufficiente: la sua efficacia dipende in misura decisiva dalla qualità delle scelte compiute dagli operatori e dalla disponibilità di risorse finanziarie adeguate a sostenere il percorso di risanamento.

È proprio in questo snodo che la nuova finanza assume un ruolo centrale e, per molti versi, decisivo. L'apporto di capitale fresco, soprattutto quando proveniente da investitori specializzati, consente di trasformare la continuità aziendale da obiettivo astratto a risultato concretamente perseguibile. La nuova finanza non opera come fattore salvifico generalizzato, ma come leva selettiva, capace di sostenere quelle imprese che presentano effettive prospettive di recupero. In un contesto come quello italiano, caratterizzato da un sistema bancario strutturalmente prudente nelle fasi patologiche dell'impresa, tale canale alternativo di finanziamento assume un rilievo particolarmente significativo.

Fondi di turnaround o strumenti quali il Fondo Salvaguardia Imprese, si collocano al centro di questo modello. Essi rappresentano una delle manifestazioni più evidenti dell'incontro tra diritto e finanza nella gestione della crisi d'impresa. Il loro intervento non si esaurisce nell'apporto di risorse economiche, ma si accompagna a un rafforzamento della governance, a una ristrutturazione selettiva della struttura finanziaria e a una revisione delle strategie industriali. In questo senso, tali tipologie di investitori, non si pongono in contrapposizione al diritto della crisi, ma ne costituiscono uno dei principali strumenti di attuazione concreta.

Il caso Noberasco, analizzato nel capitolo precedente, offre una conferma empirica di tale impostazione. Esso dimostra come la continuità aziendale possa risultare sostenibile soltanto quando è accompagnata da un intervento strutturale capace di incidere sulle cause profonde della crisi. La discontinuità proprietaria, l'ingresso di capitale specializzato e il rafforzamento degli assetti decisionali emergono come elementi essenziali di un percorso di risanamento credibile, coerente con i principi che informano il nuovo paradigma normativo.

In questa chiave di lettura, il diritto della crisi d'impresa sembra riflettere una trasformazione culturale più ampia, propria delle economie contemporanee, sempre meno disposte ad accettare la dispersione di risorse e valore. In ambiti diversi da quello giuridico, materiali che in passato erano considerati di scarto (si pensi, ad esempio, a numerosi materiali oggi oggetto di riciclo come la plastica o la carta), sono divenuti risorse da recuperare, nella consapevolezza che la loro perdita rappresenta un costo che la collettività non è più disposta a sostenere.

Una logica analoga sembra affermarsi, con le dovute cautele, anche nel diritto della crisi d'impresa. L'impresa in difficoltà non è più automaticamente assimilata a un valore da espellere dal sistema economico, ma diviene oggetto di una valutazione volta a verificare se esistano margini di rigenerazione del valore. La continuità aziendale sostenibile si inserisce in questa prospettiva come tentativo di recupero selettivo, che non esclude la possibilità della liquidazione, ma evita che essa divenga una risposta automatica e indifferenziata.

Tale impostazione assume rilievo non soltanto sul piano microeconomico, ma anche sotto il profilo dell'interesse pubblico. Un'impresa che torna a operare in condizioni di equilibrio non produce soltanto valore per i creditori e per il mercato, ma contribuisce

nuovamente al sistema economico nel suo complesso, anche attraverso il ripristino del gettito fiscale e contributivo. La continuità aziendale, quando sostenibile, genera così un ritorno indiretto ma concreto per lo Stato, che si affianca alla tutela dell'occupazione e alla conservazione del tessuto produttivo.

In questo scenario, il nuovo paradigma della crisi d'impresa non si limita a disciplinare una fase patologica, ma si colloca all'interno di una razionalità sistemica orientata alla riduzione delle perdite complessive. Il recupero dell'impresa non è imposto né garantito, ma diviene una possibilità da esplorare responsabilmente, nella consapevolezza che la distruzione del valore rappresenta oggi, più che in passato, un costo che l'ordinamento tende a evitare quando esistano alternative economicamente più valide.

Tuttavia, l'evoluzione del diritto della crisi non può essere affidata esclusivamente alla qualità delle norme o alla disponibilità di strumenti finanziari. Un ruolo decisivo è svolto dalla cultura degli operatori chiamati a darvi attuazione. In particolare, la figura dell'esperto negoziatore è destinata a rappresentare uno snodo centrale del sistema. Affinché la composizione negoziata possa esprimere appieno il proprio potenziale, è necessario che tale figura si emancipi da una concezione meramente liquidatoria o difensiva, assumendo un ruolo attivo e dinamico nella gestione della crisi. Terzialità, imparzialità e indipendenza rimangono presupposti imprescindibili, ma non possono tradursi in un atteggiamento passivo o meramente notarile. Il nuovo paradigma richiede competenze, capacità di valutazione economica e una visione orientata alla soluzione, più che alla mera constatazione dell'insolvenza.

In questa prospettiva, il diritto della crisi d'impresa appare oggi come uno dei terreni più significativi di incontro tra dimensione giuridica ed economico-finanziaria. La complessità delle situazioni di crisi impone un approccio integrato, nel quale le regole giuridiche costituiscono la cornice entro cui si muovono scelte finanziarie, industriali e organizzative. È proprio in questo intreccio che emerge il fascino e, al tempo stesso, la difficoltà della materia, che richiede al giurista di confrontarsi con logiche e strumenti tradizionalmente estranei alla dogmatica civilistica.

La presente tesi ha inteso muoversi in questa direzione, proponendo una rielaborazione critica del nuovo diritto della crisi alla luce della prassi applicativa e dell'esperienza dei soggetti che operano nei contesti di ristrutturazione. Senza pretese di esaustività, il lavoro evidenzia come il cambiamento di paradigma non sia soltanto normativo, ma

profondamente culturale. La crisi d'impresa non è più un evento terminale da gestire esclusivamente in chiave repressiva, bensì una fase complessa nella quale si misura la capacità del sistema di coniugare tutela del valore, responsabilità degli operatori e sostenibilità delle soluzioni adottate.

In conclusione, il diritto della crisi d'impresa si configura oggi come uno degli ambiti nei quali più intensamente si misura la capacità dell'ordinamento di confrontarsi con la complessità del presente. Il dialogo tra diritto europeo, legislazione nazionale, finanza specializzata e prassi applicativa non rappresenta più un'opzione, ma una condizione necessaria affinché la crisi possa essere governata e non semplicemente subita.

L'evoluzione normativa degli ultimi anni ha aperto uno spazio nuovo, nel quale la crisi non è più soltanto il momento della fine, ma può diventare, a determinate condizioni, un passaggio di trasformazione e responsabilizzazione. In questo spazio si collocano la continuità aziendale sostenibile, l'intervento anticipato e il ruolo della nuova finanza, non come soluzioni automatiche, ma come possibilità che richiedono competenza, consapevolezza e rigore.

La solidità effettiva di questo modello non si misura tanto nella compiutezza delle regole, quanto nella qualità degli attori chiamati a renderle operative e nella progressiva affermazione di una cultura della crisi capace di tenere insieme tutela del valore, responsabilità economica e interesse collettivo. È in questa dimensione, che trascende il dato puramente normativo, che si colloca la sfida del diritto della crisi d'impresa contemporaneo: non nell'offrire risposte indistinte o soluzioni salvifiche, ma nel predisporre strumenti idonei ad accompagnare decisioni complesse, selettive e, proprio per questo, più aderenti alla realtà economica.

In questa chiave interpretativa, la crisi d'impresa cessa di essere soltanto un evento patologico da contenere e diviene un banco di prova della qualità del sistema, della sua capacità di non disperdere valore e di accompagnare, quando possibile, processi di rigenerazione economica e giuridica. È in questo equilibrio fragile ma necessario che si chiude il percorso di questa tesi e si apre, al tempo stesso, lo spazio per una riflessione che resta inevitabilmente affidata alla responsabilità di chi, nel diritto e nella prassi, sarà chiamato a confrontarsi con le sfide e le opportunità che la gestione delle crisi d'impresa continuerà a presentare.

BIBLIOGRAFIA:

MONOGRAFIE E VOLUMI

EDWARD I. ALTMAN – EDITH HOTCHKISS, *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy*, Wiley, Hoboken.

RENATO CAMODECA – ALESSANDRO SAVOIA, *I bilanci delle imprese in crisi e in stato di insolvenza*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2020.

GIAN FRANCO CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Utet, Torino.

GIACOMO D'ATTORRE, *I concordati nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Giappichelli, Torino.

GIACOMO D'ATTORRE – MASSIMO FABIANI – MICHELE ARATO, *Presupposti, principi generali, composizione negoziata, concordato semplificato, soluzioni stragiudiziali*, Giappichelli, Torino, 2025.

MASSIMO FABIANI, *Il diritto della crisi e dell'insolvenza*, Giappichelli, Torino.

AMEDEO GERVASONI – FABIO SATTIN, *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini, Milano, 2015.

STUART C. GILSON, *Creating Value Through Corporate Restructuring*, Wiley, Hoboken, 2012.

ROBERTO GUIDOTTI – SIDO BONFATTI – MARCO TRABUSI, *Il ruolo dell'esperto nella composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2025.

GIORGIO MEO, *La responsabilità nella composizione negoziata della crisi*, Giappichelli, Torino, 2023.

STEFANIA MIGLIORI, *Crisi d'impresa e corporate governance*, FrancoAngeli, Milano.

GIANNICOLA ROCCA – FRANCO CARLO PAPA, *Il finanziamento alle imprese nel codice della crisi e dell'insolvenza*, Commissione crisi, ristrutturazione e risanamento d'impresa, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano, *I Quaderni*, n. 91, 2024.

STUART SLATTER – DAVID LOVETT, *Corporate Turnaround*, Penguin Books, London, 2025.

GINO ZAPPA, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, vol. I, Giuffrè, Milano, 1956.

ARTICOLI E CONTRIBUTI SCIENTIFICI

STEFANO AMBROSINI, *I rapporti fra l'impresa in composizione negoziata e i creditori bancari dopo il decreto correttivo del 2024*.

STEFANO AMBROSINI, *La composizione negoziata compie un anno: breve itinerario fra le prime applicazioni*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 12 dicembre 2022.

RAFFAELE BONIVIENTO, *Opportunità e criticità del concordato semplificato: aspetti operativi*, in *IlCaso.it*, 2024.

DAVIDE BOFFI – MATTIA MAESTRINI, *Distressed M&A: la gestione dei rapporti di lavoro nelle imprese in crisi*, in *Dirittobancario.it*, 2025.

FRANCESCO CASA, *La “quadratura del cerchio”: note minime su una sentenza rilevante*, in *Ristrutturazioni Aziendali*.

MATTEO CESCIN – MATTEO PANELLI, *La responsabilità dell'esperto nella composizione negoziata della crisi*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2024.

MARIA EDVIGE CHIARI, *La prioritaria rilevanza della continuità negli strumenti del Codice della crisi*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2023.

ENRICO CIMPANELLI – GIOVANNI MARINO, *Il mercato M&A turnaround e la composizione negoziata: il ruolo delle banche e dei fondi di turnaround*, Grant Thornton, 2022.

NICOLA CIMMINO, *The strategic role of turnaround funds*, Grant Thornton, febbraio 2023.

CATHERINE COTE, *What Is Distressed Debt Investing?*, Harvard Business School, 2021.

PETER DAUWALDER, *Turnaround and Restructuring*, KPMG Switzerland.

NICOLA DE LUCA – LUCA SICIGNANO, *Il terzo correttivo al Codice della crisi*, in *Il Foro Italiano*, 2024.

ANTONIO ELIA, *Nuova finanza, responsabilità bancaria e composizione negoziata*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2026.

GIANLUCA ESPOSITO – GUIDALBERTO GAGLIARDI, *Il private equity nei progetti di turnaround*, in *Amministrazione & Finanza*, 2019.

MASSIMO FABIANI, *Ruolo, funzioni e responsabilità dell'esperto nella composizione negoziata*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2024.

LUCA FILIPPONI, *Strumenti di regolazione della crisi e nuova finanza: le ragioni di un rapporto problematico*.

MARIA FURNO, *La relazione dell'esperto e la conferma delle misure protettive*, in *Euroconference Legal*, 2023.

FRANCESCA GAFFURI, *Le banche nella composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa*, Università di Verona, 2025.

MARCO GHIRINGHELLI, *Turnaround management*, PwC, 2025.

ENRICO GINEVRA, *Obblighi e responsabilità nella rilevazione tempestiva della perdita di continuità aziendale*, in *IlDirittoDellaCrisi.it*, 2024.

FRANCESCO GIOMMONI, *Composizione negoziata e sospensione degli affidamenti bancari*, in *Euroconference News*, 2025.

MATTEO GREGGIO – CHIARA SEGHI, *I limiti di accesso alla composizione negoziata dopo il correttivo-ter del Codice della crisi*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2024.

GIUSEPPINA IVONE, *I finanziamenti prededucibili nella composizione negoziata*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2025.

LUCA JEANTET – GABRIELLA COVINO – LUIGI ROMANZI – LUCREZIA GRASSI, *La soddisfazione dei creditori tramite strumenti finanziari*, in *Non Solo Diritto Bancario*, 2024.

ANDREA MANCINI, *La prospettiva del creditore nella composizione negoziata*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2023.

FABIO MARELLI, *Finanziamenti prededucibili nella composizione negoziata: aspetti processuali*, 2024.

GIOVANNI MARINO, *Il ruolo delle banche e dei fondi di turnaround*, Grant Thornton, 2022.

GIORGIO MEO, *L'esperto della composizione negoziata tra strategia e responsabilità*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2025.

STEFANIA PACCHI, *L'allerta tra la reticenza dell'imprenditore e l'opportunismo del creditore*.

STEFANIA PACCHI, *Sostenibilità, continuità aziendale e procedure di insolvenza*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2025.

VALERIO PANDOLFINI, *La composizione negoziata della crisi d'impresa*, in *Assistenzalegaleimprese.it*, 2024.

RICCARDO RANALLI, *La governance dell'impresa in crisi e la composizione negoziata*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2022.

ENRICO RICCIARDIELLO, *Sustainability and Going Concern*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2021.

STEFANO ROMITI, *Lo chiamano turnaround, sta per rilancio*, Finlombarda.

STEFANO ROSSETTI, *Presupposti e condizioni per l'accesso alla composizione negoziata*, 2023.

ANDREA SCARANELLO, *Il test pratico per l'accesso alla composizione negoziata*, in *Commercialista Telematico*, 2023.

MARINA SPIOTTA, *La continuità aziendale negli strumenti di regolazione della crisi*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2025.

ENRICO STAUNOVO POLACCO, *Concessione abusiva di credito e responsabilità delle banche nella composizione negoziata*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2025.

VINCENZO ZANICHELLI, *Gli esiti possibili della composizione negoziata*, in *IlDirittoDellaCrisi.it*, 2021.

GIURISPRUDENZA

Cass., Sez. Un., 31 dicembre 2021, n. 42093.

Cass., 4 novembre 2024, n. 28320.

Trib. Bergamo, decreto n. 25/2022.

Trib. Bologna, 9 gennaio 2023, n. 17212.

Trib. Brescia, 2 dicembre 2021, n. 17142.

Trib. Brescia, 29 ottobre 2024, n. 14474.

Trib. Firenze, 28 aprile 2025, n. 4062.

Trib. Treviso, 6 aprile 2023.

Trib. Udine, 26 ottobre 2023, n. 31725.

FONTI NORMATIVE E ISTITUZIONALI

Codice civile, art. 2086.

Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019.

Ministero della Giustizia, decreto dirigenziale 28 settembre 2021.

Ministero della Giustizia, decreto 21 marzo 2023.

Consiglio dell'Unione europea, *Una seconda opportunità per gli imprenditori*, comunicato stampa, 2019.

Banca d'Italia – Cerved, dati sulla sottocapitalizzazione delle imprese italiane.

SITOGRAFIA

BeBeez, *AIFI: circa 1700 società italiane target ideali per i fondi di turnaround*, 2021.

BeBeez, *Noberasco esce dalla crisi: accordo con le banche e ingresso del fondo Illimity*, 2024.

Distribuzione Moderna, *La crisi di Noberasco e il negoziato con le banche*, 2023.

Finlombarda, *Che cosa sono i minibond?*, Regione Lombardia.

Illimity SGR, *Turnaround e Credit Opportunities*.

Invitalia, *Fondo Salvaguardia Imprese*.

AIFI Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

TMA, Turnaround Management Association, Associazione per la Ristrutturazione di Impresa

La Stampa, *La svolta di Noberasco: ingresso di Illimity e piano di rilancio*, 2025.

Mondo Imprese, Maurizio Dallochio, *Oltre 1500 PMI italiane con elevato indebitamento: il potenziale mercato del turnaround*, 2025.

Noberasco, *Storia e identità aziendale*.

Noberasco, *Prodotti e mercati*.

Svolta.net, *Noberasco esce dalla crisi e avvia una nuova fase di rilancio*.