

ad un'impresa di far domanda di ammissione all'amministrazione controllata e poi, se l'insolvenza non viene meno entro due anni, proporre un concordato preventivo. Anche se questo non viene accettato e viene dichiarato il fallimento, c'è una terza possibilità di evitare la liquidazione tramite il concordato fallimentare. In più, come notato da Galgano (1991), i requisiti per l'ammissione delle imprese alle procedure dirette ad evitare la liquidazione vengono di solito giudicate con benevolenza dalla giurisprudenza, riflettendo il favore per il concordato rispetto alla liquidazione. Infine, una preferenza molto esplicita per il salvataggio dell'impresa è presente nella procedura della amministrazione controllata, che ha come primo obiettivo quello di evitare riduzioni di occupazione nelle imprese insolventi.

Stanti le molteplici possibilità di salvataggio dell'impresa insolvente, la legislazione fallimentare italiana non ammette deviazioni dal rispetto delle priorità fra i crediti (ammesse invece dalla legislazione americana), e non viene concessa alcuna possibilità di salvataggio a quelle imprese che non dispongono di risorse sufficienti per ripagare in toto i creditori privilegiati e quelli chirografari per almeno il 25% dei loro crediti (40% nel caso di concordato preventivo). Questo è un elemento che riduce in misura consistente le possibilità di ristrutturare le passività di un'impresa e rafforza la protezione dei creditori privilegiati. La conseguenza è che le imprese con scarsa liquidità hanno poche possibilità di evitare la liquidazione. Considerando quanto sopra, e notando che la legislazione non considera l'ipotesi di una sostituzione del *management* durante la procedura fallimentare (a meno che si tratti di amministrazione controllata), la legislazione italiana può essere considerata come relativamente *soft* nei confronti del *management*: da qui il possibile insorgere di distorsioni negli incentivi per il *management* durante la gestione ordinaria dell'impresa.

Il grado di protezione *ex post* dei creditori è molto diverso a seconda che si tratti di creditori privilegiati o chirografari: i primi sono molto protetti, in quanto nessuna impresa può evitare la liquidazione a meno che tutti i creditori privilegiati siano ripagati completamente, mentre per i secondi il grado di protezione è molto ridotto. Infatti vengono concesse al *management* sia molteplici possibilità di evitare la liquidazione, sia un elevato potere nel processo di negoziazione condotto a tal fine. Fondamentalmente, il debitore ha la possibilità di fare un'offerta del tipo «prendere o lasciare»: questo lo favorisce considerevolmente, soprattutto in quelle situazioni in cui il valore a cui le attività dell'impresa potrebbero essere liquidate non è elevato. Una conseguenza di queste norme potrebbe essere una sovra-utilizza-