



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
FIRENZE
DSG
DIPARTIMENTO DI
SCIENZE GIURIDICHE



“Contractualised Distress Resolution in the Shadow of the Law”^(*)

ITALIAN NATIONAL REPORT

^(*)The project “*Contractualised distress resolution in the shadow of the law: Effective judicial review and oversight of insolvency and pre-insolvency proceedings*” is carried out by a partnership of several universities: Università degli Studi di Firenze (Project Coordinator), Humboldt-Universität zu Berlin (Partner) and Universidad Autónoma de Madrid (Partner), supported by the Consejo General del Poder Judicial (Associate Partner), Banca d’Italia (Associate Partner) and OCRI-Entrepreneurship Lab Research Center (Associate Partner).

The project addresses several key issues highlighted in the Recommendation of 12 March 2014 on a new approach to business failure and insolvency (2014/135/EU). It also considers the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU (COM(2016) 723 final), published on November 22, 2016.



TABLE OF CONTENTS

PART I

THE ITALIAN LEGAL FRAMEWORK

| | |
|---|----|
| 1. Introduction | 4 |
| 2. Restructuring Tools and Proceedings | 5 |
| 2.1. <i>Out-of-court Restructurings</i> | 7 |
| 2.2. <i>In-court Restructurings</i> | 12 |
| 3. Insolvency Liquidation | 15 |
| 3.1. <i>Introduction</i> | 15 |
| 3.2. <i>Initiative and requirements</i> | 16 |
| 3.3. <i>Effects of the insolvency declaration</i> | 17 |
| 3.4. <i>The insolvency proceeding</i> | 19 |
| 3.5. <i>Debtor's Discharge</i> | 21 |

PART II

THE RESEARCH

| | |
|--|----|
| 1. Introduction and Methodology | 21 |
| 2. General findings | 24 |
| 3. Timely Access to Restructuring | 27 |
| 4. Type of Procedure with Respect to the Features of the Firm | 31 |
| 5. Restructuring Costs for Professionals and Advisors | 34 |
| 6. Negotiating the Plan | 35 |



| | |
|---|----|
| 7. Content of the Restructuring Plan..... | 37 |
| 8. Circumstances Affecting the Outcome of the Restructuring Attempt | 42 |

PART III

PUBLICATIONS ON THE RESULTS OF THE NATIONAL RESEARCH

| | |
|--|----|
| I. A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, <i>Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo</i> (2018)..... | 46 |
|--|----|



PART I

THE ITALIAN LEGAL FRAMEWORK

1. Introduction

The current Italian insolvency legal framework is the result of a number of reforms occurred over the past years. The major insolvency reform of 2005 and the further reform initiatives of 2010, 2012 2013, 2015, 2016¹ amended different parts of the Royal Decree No. 267/1942 (the “Italian Insolvency Act”), indeed completely reshaping its original content. Particularly, the series of reform have pursued the goal of, *inter alia*, enhancing the use of contractual and quasi-contractual agreements between distressed debtors and their creditors. As a result, the law has reduced the scope of the courts’ activity in the context of business crises. In several circumstances, a mere judicial oversight has taken the place of the direct administration of the debtor’s estate by the judge or by a professional appointed by the court.

That trend is undoubtedly rooted in several factors, including the widespread stigma that is still associated with insolvency (although to lesser than it used to be) and the structural problems affecting the Italian judicial system (namely, the excessive length of the proceedings and, consequently, a comparatively low recovery rate for creditors)². As a

¹ Over the past few years, the Italian insolvency system has been extensively revised: in 2010 (law no. 122/2010 by which the Italian Parliament converted the Decree no. 78/2010 into law), in 2012 with extensive regulation (law 134/2012 by which the Italian Parliament converted the Decree no. 83/2012 into law), in 2013, with more limited rules, with law no. 98/2013 by which the Italian Parliament converted the Decree no. 69/2013 into law, in 2015 (Law no. 132/2015 by which the Italian Parliament converted the Decree no. 83/2015 into law), in 2016 (with Law no. 119/2016 by which the Italian Parliament converted the Decree no. 59/2016).

² The current malfunctioning of the system is possibly due to the lack of resources for the appointment of specialized judges with adequate preparation to resolve insolvency related cases. Courts are also overburdened with hundreds of cases without sufficient administrative support that causes considerable delays.



result, the recent reforms of the Italian Insolvency Act have pursued the goal of increasing the options for a distressed debtor to avoid formal insolvency proceedings, offering to financially distressed companies and entrepreneurs the possibility of availing themselves of tools and procedures to restructure their debts without (or with a minimal) judicial control. Hence, business and their advisors can resort to a set of private solutions that have the potential to be used also during earlier stages of the debtor's crisis as a way to enable a more effective restructuring and preserve, where possible, the business' viability.

The undergoing reform of the Italian insolvency system³ will probably introduce further changes in the legal framework. Although these changes are *prima facie* consistent with the provisions of the recent European Commission proposal for a Directive on preventive restructuring frameworks⁴, the indirect effect of their implementation is to push more businesses out of judicial composition with creditors (*concordato preventivo*) and into formal insolvency (*fallimento*). In other words, the undergoing reform, if not amended before being enacted, seems to set a clear cut with the previous trend towards the contractualisation of the tools and procedures applicable in case of business distress.

2. Restructuring Tools and Proceedings

The Italian Insolvency Act currently provides for several tools and proceedings allowing to restructure a distressed business without entailing a pervasive court involvement, rather taking place totally or partially out of court.

³ On October 2017, the Italian Parliament adopted the law no. 155/2017 delegating the Council of Ministers to enact one or more law decrees within the period of 12 months according with the guidelines provided. On December 2017, a selected group of experts, who were appointed by the Minister of Justice with the purpose of preparing a draft of the delegated law (to be enacted by the Council of Ministers), submitted to the Italian Parliament the so-called *Codice della crisi e dell'insolvenza*. This draft law would rewrite the existing Italian Insolvency Act. A second draft delegated law, which was also submitted by the above-mentioned group of experts, would introduce material changes to the rules in the Civil Code relevant to business distress. The reform process has not been concluded yet, although the new rules were timely transmitted to the Parliament for its review and will be most likely enacted by the end of the year 2018.

⁴ COM (2016) 723 final.



The decision on the tool or procedure to activate is given to the debtor, who will (or should) pick the legal instrument that better fits the circumstances of the case. The law provides for the following instruments:

(i) the certified recovery plan (*piano di risanamento attestato*) pursuant to Art. 67.3, letter d), of the Italian Insolvency Act;

(ii) the debt restructuring agreement (*accordo di ristrutturazione dei debiti*) pursuant to Art. 182-*bis* of the Italian Insolvency Act;

(iii) the debt restructuring agreement with financial creditors (*accordo di ristrutturazione dei debiti con intermediari finanziari*) pursuant to Art. 182-*septies* of the Italian Insolvency Act, which is a substantial variation of the customary debt restructuring agreement⁵;

(iv) judicial composition with creditors (*concordato preventivo*) pursuant to Art. 160 *et seq.* of the Italian Insolvency Act.⁶

These tools and proceedings are plan-based restructurings. They can be classified according to certain distinctive features, *e.g.* the level of involvement of the court and/or any public authorities, the need for creditors approval, the effects of the agreement on those that have not consented to it.

With respect to the current Italian legal framework, such classification basically results in identifying two categories of tools and procedures. On one hand, there restructuring tools and procedures affecting only those creditors who have contractually

⁵ Differently from the customary debt restructuring agreement, the debt restructuring agreement with financial creditors allows the debtor to make the terms of the agreement binding also for dissenting creditors, provided that these are banks or other financial intermediaries.

⁶ In case of business distress, the Italian rules do not prevent the debtor from pursuing a restructuring through a purely contractual solution, which would be based on individual consent and not require any involvement by the judicial authority. However, on the one hand, it is highly unlikely in most cases that a purely contractual solution be sufficient to turnaround the business; on the other hand, this type of agreements do not offer any protection from avoidance actions and from the risk of criminal liabilities in case of subsequent insolvency, nor allow the business to grant priority to lenders financing the business, thereby making more difficult to overcome situation of financial distress..



agreed (*i.e.*, certified recovery plan, debt restructuring agreements). These tools are less formal, with a court involvement that is merely potential or, anyway, limited to a final control over compliance with the required formalities. On the other hand, there are restructuring tools and proceedings allowing the debtor to bind its dissenting creditors to the terms of the agreement reached with creditors holding the majority of the aggregated indebtedness (*i.e.*, debt restructuring agreements with financial creditors, judicial composition with creditors). The tools and proceedings falling into that second category are characterised by a higher degree of formality (although the court involvement is anyway more limited than in case of insolvency liquidation); the more intense court oversight is purported to protect non-participating or dissenting creditors and certain stakeholders from the effects of the instrument.

The examination of the results of the quantitative and qualitative research conducted in Italy on the tools and proceedings mentioned above is preceded by a brief description of the applicable legal framework.

2.1. Out-of-court Restructurings

A. Certified Recovery Plan. The certified recovery plan (*piano di risanamento attestato*), envisaged under Art. 67.3 letter *d*) of the Italian Insolvency Act, is characterized by the lowest degree of formality among the tools and procedures available in the Italian legal framework.

The debtor is required to devise a turnaround plan that is deemed reasonably suitable to reinstate the financial soundness of the business, according to the assessment made by an independent expert chosen by the debtor.⁷ The expert is also required to

⁷ The law only describes the purpose of the plan, while there are no legislative provisions regulating who should draw the plan and the type of measures that can be implemented to restructure the business. There is also uncertainty regarding what are the minimum requirements that the independent expert certification must satisfy to ensure that the operations and transactions carried on to implement the plan be exempt from avoidance actions and do not pose a risk of civil and criminal liabilities in case of subsequent insolvency for the entrepreneur or the company's directors.



certify the correctness of the assumptions on which the plan is built and is liable *vis-à-vis* the creditors for his/her activity.

The turnaround plan is often part of an agreement with certain creditors that are selected by the debtor (most commonly, financial creditors), who individually consent to a reduction and/or a rescheduling of their claims (those creditors that are not involved are left whole). Nevertheless, the certified recovery plan may even be part of an unilatere deed by the debtor and consist of just a series of foreseen deeds and transactions, which are deemed suitable to allow the business to overcome the situation of financial distress (*e.g.*, the plan may provide only for the sale of certain assets, whose proceeds are used to repay existing debt, with not reduction or rescheduling of the creditors' claims).

A debtor can seek a certified recovery plan at any time, without having to prove or even just assert its insolvency or crisis. The certified recovery plan is a purely out of court solution:

(a) the debtor is not required to file a petition with the court or otherwise make it public (although making it public make the debtor eligible for fiscal savings on windfall gains);

(b) there are no legal rules on how the debtor and the stakeholders must deal with each other while negotiating, except for general principles (such as the duty of good faith);

(c) it does not cause an automatic stay of third-party actions against the debtor and its assets;

(d) the court involvement is merely potential and, in any case, postponed to a moment (if any) when the turnaround plan failed to be properly executed and the business has become insolvent.

The advantages of this solution are well known, especially the low risk of reputational damages and the flexibility in negotiations. On the other hand, restructuring a business is not an easy task, thus leaving it entirely to the parties (*i.e.* without court



involvement or any type of institutional control) could sometimes lead to inadequate use of the instruments and/or unwanted results.

B. *Debt Restructuring Agreement*. The debt restructuring agreement (*accordo di ristrutturazione dei debiti*), envisaged by Art. 182-*bis* of the Italian Insolvency Act, is a semi-formal (hybrid) restructuring proceeding.

Unlike the certified recovery plan, the debt restructuring agreement always requires a judicial phase purported to assess whether the agreement has been reached in compliance with the applicable formal requirements.

More in detail, the law requires that the agreement be approved by not less than 60% of creditors by value of claims. Such threshold is not a majority, rather a filter for initiatives that have not received a wide-enough support by creditors. Therefore, the terms of the restructuring agreement only bind consenting creditors.

The negotiations concerning the debt restructuring agreement are private and occur out-of-court. However, the debtor can seek a stay already during the negotiation period upon submission of a petition to the court proving that negotiations with a sufficient number of creditors have been commenced (see Art. 182-*bis*, paragraph 6, of the Italian Insolvency Act).

The debtor, alike for the case of the certified recovery plan, is required to obtain an independent expert certification on the assumptions and conclusions of the turnaround plan that is part of the restructuring agreement. The expert opinion must also certify that the debtor's ability to pay in full the claims of those creditor who did not enter into the restructuring agreement with the debtor and, thus, are not affected thereby (except for a moratorium of 120 days from court confirmation).

Once an agreement with a sufficient number of creditors is reached, the debtor is required to submit a petition to the court including the restructuring agreement and the independent expert opinion. The petition, including the restructuring agreement, is



published in the Register of Companies and, from that moment on, a 60-day stay is granted to the debtor from creditors claims' enforcement.

The law specifies that a restructuring agreement becomes enforceable upon its publication in the Register of Companies, which takes place before the court's confirmation. The agreement, therefore, would remain enforceable for those creditors who gave their approval even if the court rejects the confirmation, thereby not granting the exemption from the claw-back provisions. For this reason, creditors tend to subordinate the effect of the Agreement to the issuance of a confirmation order by the court.

The court control is limited to the compliance with the formal requirement concerning the adoption of a debt restructuring agreement. Creditors who are extraneous to the agreement may challenge it before the court by requiring verification that the debtor will be able to satisfy their claims in full after the moratorium period.

The effect of confirmation is that the acts executing the restructuring agreement are exempt from *ex post* avoidance actions and cannot give rise to criminal prosecution in a subsequent insolvency proceeding. Further, the debtor may grant to creditors extending new financings in the context of the debt restructuring a priority to the effect that the relevant claim would rank above all other unsecured claims and certain secured claims should the rescue fail and the business become insolvent.

Although the process requires a certain degree of court control, debt restructuring agreements grant to the debtor a considerable freedom: especially sophisticated debtors may benefit of debt restructuring agreements' advantages to implement restructurings tailored to their specific needs, maximizing the probabilities of rescuing the business. The relevant amount of freedom acknowledged to the debtor in the context of debt restructuring agreements is also the reason why that tool is most commonly used by medium-large companies. Negotiating debt restructuring agreements requires technical skills, an adequate level of information, and the involvement of well-prepared professionals. These are quite scarce and costly resources for micro and small business.



C. Debt Restructuring Agreement with Financial Creditors. The legislature introduced the debt restructuring agreement with financial creditors (*accordo di ristrutturazione dei debiti con intermediari finanziari*) in 2015, as a variation of the customary debt restructuring agreement. Despite this tool lacking of autonomy from a merely formal standpoint, the differences *vis-à-vis* the customary debt restructuring agreement are so pronounced that it is a different tool from a substantial standpoint.

In addition to the conditions and effect mentioned with respect to customary debt restructuring agreement, the debt restructuring agreement with financial creditors has some very distinctive features (indeed, recalling the UK scheme of arrangements for several aspects).

The debtor is entitled to group its creditors into classes, provided that each class includes only creditors having the same legal position and bearing comparable economic interests. The creditors are then required to express their consent to the turnaround plan (which virtually always includes the reduction and/or rescheduling of the involved creditors' claims). Should a majority of the 75% of financial creditors by value included in a class be reached, the terms of the agreement are crammed down on the minority by value of dissenting financial creditors included in the same class. This intra-class cram down of the effects of the agreement is subject to the circumstance that, during the negotiations on the agreement, dissenting creditors had been given adequate information and the opportunity to actively engage.

Concerning non-financial creditors, as for customary debt restructuring agreement, they are bound to the terms of the agreement only if they have individually consented to the agreement. The debtor is required to pay in full those non-financial creditors that have not consented as well as financial creditors not bound to the agreement (i.e., those financial creditors included in a class that has not reached the 75% majority or not affected by the terms of the plan).

The debt restructuring agreement with financial creditors is subject to court control at the end of the process, upon the submission of a confirmation petition by the debtor that must include an independent expert opinion. However, differently from the customary



debt restructuring agreement, the court control has a wider scope in light of the binding effects of this tool on certain dissenting creditors. In particular, the court is required to assess that:

(i) classes have been structured including only creditors having the same legal position and bearing comparable economic interests;

(ii) dissenting financial creditors bound by the agreement have been adequately informed and put in the position of participate to the negotiation of the agreement;

(iii) no dissenting financial creditor bound by the agreement be worse off than the most likely alternative scenario (which is virtually always insolvency).

The undergoing reform of the Italian restructuring and insolvency framework will likely extend the scope of this tool also to non-financial creditors, who could thus be bound to the terms of the agreement at the conditions described above for financial creditors.

2.2. In-court Restructurings

A. Judicial Composition with Creditors. The Italian legal framework includes the judicial composition with creditors (*concordato preventivo*), envisaged by Articles 160 *et seq.*, which consist in a restructuring proceeding taking place under the court's oversight, with no dispossession of the debtor, although his/her right to manage the estate is limited to ordinary business activity (thus, it is a “debtor-in-possession” procedure).

The procedure is court-supervised, but can be initiated only by the debtor, which must be in financial distress («*stato di crisi*»), which includes, but is not limited to, insolvency). The debtor may either file:

(i) a full petition for a judicial composition, including all the required documentation, or



(ii) a pre-petition (so-called blank petition) allowing the debtor to benefit of the automatic stay for a certain period of time set by the court between 60 and 180 days in order to prepare the proposal to the creditors and devise the turnaround plan.

Indeed, in this latter case, the debtor may also submit to the court a petition for confirmation of a debt restructuring agreement (instead of the full petition for judicial composition) within the above deadline.⁸ If deadline is met with no filing by the debtor (as well as if the debtor timely submits inadequate documents), the automatic stay ceases to offer protection and the procedure terminated.

The judicial composition proposal may provide for, among other things: (a) the division of the creditors into different classes, provided that creditors in each class have the same legal position and similar economic interests; (b) the differential treatment of creditors belonging to different classes; (c) the restructuring of the debts in any form, such as debt-for-equity swap, mergers, demergers and sale of assets; or (d) the transfer of the assets to an assignee (e.g., one or more of its creditors, or a special purpose vehicle held by such creditors). In principle, secured creditors must be satisfied in full; however, they may be treated as unsecured creditors for the amount of their claims exceeding the market value of their collateral.

The plan and the proposal need to be certified by an independent expert appointed by the debtor, who is required to assess under his/her responsibility the truthfulness of the plan assumptions and the reasonable feasibility of what proposed by the debtor.

Once the debtor has submitted its proposal, including the required expert opinion, and the procedure has been opened by the court, creditors holding a significant stake in

⁸ In light of these provisions, out-of-court and in-court restructuring proceedings can overlap in significant ways: for instance, a debtor may submit a ‘blank’ petition for judicial composition with creditors with a view, in fact, to pursuing a debt restructuring agreement while benefitting of the automatic stay of creditors’ enforcement actions. If the attempt is successful, the debtor exits from the judicial composition with creditors process before filing the full petition and enters into the confirmation process envisaged for debt restructuring agreements. Otherwise, if there is no space to strike a deal with a sufficient number of creditors, the debtor would propose the same or a similar turnaround plan in the context of a judicial composition with creditors.



the business' debts (at least 10%) are entitled to make a proposal alternative to one by the debtor (but no right to initiate the process is given to creditors). The right of creditors to submit alternative proposals does not have a significant impact from a practical standpoint, although there is evidence that debtors shape the terms of their proposal in the shadow of the creditors right to put to the vote a competing plan.

The proposal must be approved by creditors holding a majority of the value of the debt, and, if the restructuring proposal divides creditors into different classes, also by a majority of classes. Secured creditors are not entitled to vote, if paid in full. When secured creditors' claims are treated as unsecured claims as to the portion of their claims that exceeds the market value of their collateral, they are entitled to vote with respect to such a portion.

Following creditors' approval, dissenting creditors and interested third parties (but not shareholders, according to the prevailing literature and case law) may challenge the judicial composition with creditors in court on the grounds of its validity. The court may rule against creditors in a dissenting class only if it determines that such creditors' claims will be satisfied at least to the same extent as under any other feasible alternative ("no creditor worse off").

Following creditors' approval and court confirmation, the terms of the judicial composition becomes binding on all creditors, including those that cast a dissenting vote. The responsibility for implementing the plan is allocated to the debtor (*i.e.*, individual entrepreneur or, in case of companies, directors and officers).

In the event that no proposal is approved by creditors, or should the court refuse confirmation, the debtor is immediately declared insolvent and the insolvency liquidation started, provided that a petition has been duly filed by one of the creditors or the Public Prosecutor.

It is worth noting that the rules concerning judicial composition with creditors have been severally amended over the last decades.

The first round of reforms, dated 2005-2007, were purported to extend the use of this proceeding as a way to foster early reaction to business distress. The Law No.



134/2012 amended the rules on judicial composition with creditors along the same line, most importantly introducing the right of debtors to file a pre-petition (the so-called blank petition). Other relevant changes were introduced by the Law No. 132/2015, which provisions pursued a twofold objective: on the one hand, increasing the influence of creditors in the process (introducing creditors' alternative proposals and giving them the right to participate more actively in the sale of assets, as a way to avoid suboptimal results, such as often in the case of disguised related-party transactions); on the other hand, the reform reduced the space for judicial composition with creditors aimed to liquidate the business, as a gone concern, out of the insolvent liquidation procedure, allegedly with a view at preventing abuses, but ultimately pushing more firms into a value-destructive procedure such as insolvency liquidation (as mentioned, the length of judicial procedures in Italy unavoidably results in a lower recovery for creditors).

The undergoing reform of the Italian insolvency legal framework is expected to review once again the rules regulating judicial compositions with creditors. In particular, the new provisions will further restrict the use of the judicial composition with creditors procedure in those cases where no rescue of the business is pursued, but rather just a liquidation of the assets that be less value-destructive than what would happen in the context of insolvency liquidation. The systemic effects of such policy decision raise criticisms.

3. Insolvency Liquidation

3.1. Introduction

The picture concerning the Italian legal framework applicable in case of business distress is substantially completed by insolvency liquidation (“*fallimento*”).⁹

⁹ Indeed, certain types of firms (e.g., very large businesses, banks, insurances, cooperatives) are subject to different types of procedures that anyway entail a compulsory liquidation of the estate.



Although an analysis of this procedure falls outside the scope of the present research, it may help better comprehend the incentives and alternatives available to debtors in case of distress. In particular, the level of effectiveness of such a procedure in transferring the debtor's estate value to its creditors sets the benchmark to assess whether a judicial composition with creditors (*concordato preventivo*) aimed at the piecemeal liquidation of the estate be a preferable solution. As mentioned, the most recent reform and the reform that is most likely about to be enacted restrict the scope for the use of judicial composition with creditors to that purpose (see above Par. 2.2).

The main issues concerning the bankruptcy procedure are commonly considered its excessive duration and the numerous hurdles posed under the law and by factual circumstances to the continuation of the firm's business (which could often better preserve the value of the estate compared to its cessation).¹⁰

3.2. Initiative and requirements

A bankruptcy may be filed either by the debtor, its creditors, and, seldom, by the Public Prosecutor with the Court of the place where the firm has its head office (see Articles 6.1 and 9.1 of the Italian Insolvency Act). In that regard, a transfer of the head office occurred within a year before the filing of the bankruptcy petition is deemed irrelevant (Article 9.2 of the Italian Insolvency Act).

The competent Court declares the firm's insolvency when a series of conditions, concerning both the features of the firm at issue and the degree of distress, are met.

More in detail, the firm needs to be carrying on 'commercial business' (*i.e.*, any business different from farming) and is required not to be deemed too small.¹¹ The Court

¹⁰ Particularly, there are significant differences among the various courts regarding the duration of the bankruptcy procedure. This circumstance further complicates the issue of the excessive length of the insolvency procedure.

¹¹ Only firms meeting at least one of the following criteria may be declared insolvent:



declares a firm insolvent only when the amount of the outstanding and unpaid debts exceeds EUR 30,000 (below that threshold there should be no interest in activating a bankruptcy procedure, as the claimants may more effectively initiate individual collection actions).¹² Those firms concerned with farming and/or not meeting the conditions listed under (i), (ii), and (iii) may be subject to a simplified compulsory liquidation procedure, other than *fallimento* although shaped along the lines of this latter procedure (see Law No. 3/2012).

Concerning the degree of distress, under Article 5 of the Italian Insolvency Act, an insolvency declaration is conditional upon the Court's assessment of the firm being in a "state of insolvency". This requires that the firm be deemed cash-flow insolvent by the Court; that such state needs to be evidenced by a non-fulfilment of the firm's debts as they fall due or by other circumstances perceivable from third parties.

3.3. Effects of the insolvency declaration

A declaration of bankruptcy results, *inter alia*, in the following:

(a) the Court delegates a judge, who is in charge of supervising the procedure, and appoints a trustee, whom the possession of, and control over, the debtor's assets are conferred to (see Articles 16 and 43 of the Italian Insolvency Act),

(b) all business activities of the firm cease, unless the court authorizes the temporary continuation of such activity by the bankruptcy trustee,

(i) having possessed total assets, calculated on annual basis, exceeding EUR 300,000 in the previous three financial years before the bankruptcy petition or, if the firm has been initiated more recently, since its start date;

(ii) having achieved total gross revenues, calculated on annual basis, exceeding EUR 200,000 in the previous three financial years before the bankruptcy petition or, if the firm has been initiated more recently, since its start date;

(iii) having total debts, including debts that are not yet due, exceeding EUR 500,000.

¹² See Article 15.9 of the Italian Insolvency Act.



(c) all pending proceedings in which the firm is a party are continued by the bankruptcy trustee (see Article 43 of the Italian Insolvency Act),

(d) any executory contract is suspended until the bankruptcy trustee decides whether to reject or assume it, conditional upon the authorization of the creditors' committee (such committee is appointed by the delegated judge within 30 days from the bankruptcy declaration, see Article 40 of the Italian Insolvency Act),

(e) creditors are prevented from starting, or continuing, individual procedure for the foreclosure of claims against the bankruptcy estate (so-called "automatic-stay", see Article 51 of the Italian Insolvency Act);

(f) the bankruptcy trustee becomes entitled to sue for damages the current and/or former directors, members of the board of statutory auditors, and top executives, on behalf of the bankrupt company and of its creditors (see Article 146.2 of the Italian Insolvency Act).

With a view at increasing the value of the estate, the trustee may also bring – besides the ordinary claw-back action (*azione revocatoria ordinaria*) purported to void any fraudulent transaction – an insolvency claw-back action (*azione revocatoria fallimentare*) pursuant to Article 67 of the Italian Insolvency Act. This latter is intended to void not only transactions that are deemed fraudulent, but also transaction with have the effect to create unjustified distortions of the *pari passu* principle (e.g., by unduly favouring a creditor whose claim has been fulfilled shortly before the bankruptcy declaration *vis-à-vis* a creditor whose claim will be fulfilled in context of the bankruptcy proceeding).

As a result of an insolvency claw-back action, the following transactions can be voided:

1) any transaction disproportionately onerous for the debtor, any payment discharging monetary obligations of the debtor other than by means of cash or other customary payment methods and any security securing existing obligations not then due and payable, in each case, entered into, made or granted during a one-year period preceding the insolvency declaration, provided that the other party to such transaction



cannot prove that it was not aware of the debtor's insolvency at the time of the transaction (which is a very challenging burden to meet);

2) any payment of debts then due and payable, any transaction for valuable consideration, and any security interest granted in connection with the incurrence of the secured obligation, in each case, made, entered into or granted during the six-month period preceding the bankruptcy declaration, provided that the bankruptcy trustee can prove that the other party to such transaction was aware of the debtor's insolvency at the time of such transaction (in many circumstances the trustee is able to gather direct or indirect evidence of such awareness).

In addition, any transaction entered into without consideration and any payment of a debt due and payable on, or after, the date of the insolvency declaration is ineffective *vis-à-vis* the trustee (and, thus, the creditors of the estate) and must be returned by the beneficiary thereof (Articles 64 and 65 of the Italian Insolvency Act).

3.4. The insolvency proceeding

In order to participate to the distribution of the liquidation proceeds, creditors are required to file a proof of claim stating the amount claimed, any preferential right, and the facts and legal grounds of their claim. The trustee examines the creditors' petitions and provides his/her conclusions, indicating whether the relevant claim should or not be allowed. The delegated judge is called to uphold, amend, or reverse such conclusions. The judge's decision may be appealed by the debtor or interested creditors (*i.e.*, creditors whose claim has not been allowed or creditors whose recovery expectation is jeopardized by the groundless allowance of a claim).

As already mentioned, upon the insolvency declaration, the control over the debtor's estate is handed over to the trustee. In most cases, the business is immediately ceased thereafter, but the Court may decide to authorize the temporary prosecution of the business (or parts thereof) when it maximizes the estate's value in the best interest of



creditors.¹³ When the value-maximizing effect of the continuation of the business is ascertained at a later stage, the Court may authorize resuming the business at the request of the trustee.

The trustee is in charge of the liquidation of the debtor's estate and distribution of the proceeds to the allowed creditors according to the priority of their respective claims. In performing those tasks, the trustee acts under the supervision of the court-delegated judge and the creditors' committee. The liquidation of the estate is usually carried out piecemeal, but the trustee may sell the whole business (or portions thereof) as a going concern when in the best interest of creditors.¹⁴

As an alternative to the liquidation of the estate and distribution of the proceeds, the law provides for the possibility of reaching a judicial composition with creditors within the insolvency procedure (*concordato fallimentare*), thereby enabling a speedier and generally more fruitful closure of the liquidation. The petition required to pursue such an alternative must be submitted by one or more creditors, by a third party or by the debtor.¹⁵ The relevant proposal usually provides for the transfer of the assets to the proponent and the restructuring of those liabilities that the proponent proposes to assume.

¹³ With respect to the substantial unsuitability of the insolvency procedure with a view to allow for the continuation of the business and, as a result, make a better conservation of the estate's value possible, there are anecdotally three key factors:

(i) the dispossession of the debtor and the lack of adequate specific business expertise of trustees makes them unsuitable to continue the business;

(ii) in any case, the lack of adequate flexibility in the procedure is in contrast with what is required to effectively conduct a business;

(iii) more importantly, there is still a strong stigma associated with insolvency that pushes away customers, suppliers and, more in general, third parties from the firm declared insolvent, with the ultimate result of making factually impossible to continue the business.

¹⁴ The sale of the whole business (or a portion of it) is most commonly carried out in those cases when the Court has authorized the continuation of the business upon the insolvency declaration (or, if at a later stage, the resuming of the business).

¹⁵ The debtor is entitled to propose a *concordato fallimentare* only when the insolvency declaration has been issued from at least 1 year and no more than 2 years have passed from the judicial determination of the outstanding claims (such narrow timeframe is intended to incentivize the debtor to propose a restructuring plan before going bankrupt).



3.5. *Debtor's Discharge*

In case of insolvency declaration of an individual firm or a partnership, the debtor or the partners may obtain a full discharge of their outstanding debts, thereby making a fresh start (Article 142 of the Italian Insolvency Act).¹⁶

The debtor's discharge is limited to certain types of debts and, in any case, conditional upon a series of circumstances, which include having given proof of a cooperative attitude towards the procedure and its bodies, not having benefitted of other discharges in the last ten years, and not having incurred in criminal liability in connection with the firm default.

The circumstance that the discharge of procedure may be initiated only upon the completion of the insolvency procedure, which is extremely long, reduces the effectiveness of such measure in the perspective of granting a fresh start to debtors.

* * * * *

PART II

THE RESEARCH

1. Introduction and Methodology

The research has been conducted using a bottom-up approach. The first phase of the project implementation concerned gathering data, both quantitative and qualitative, in order

¹⁶ Such provision does not apply to entities that, due to the limited liability screen, do not pose that need for ensuring a fresh start for their members. The undergoing reform is expected to extend the rules on debtor's discharge also to entities.



to evaluate the efficiencies and inefficiencies of the Italian restructuring tools and proceedings. The same activity has been carried on for the other jurisdictions involved in the research (Spain, the UK, and Germany). The purpose is devising European guidelines (addressed to key players in the restructuring process) and policy recommendations (addressed to policy makers), through the comparison of the results of the empirical research conducted on the German, Italian, Spanish, and UK legal framework.

The Italian findings are the result of **quantitative and qualitative empirical researches** carried out by the University of Florence, Bank of Italy, ELab-OCRI (University of Bergamo and University of Piemonte Orientale).¹⁷

The research has focused on:

- in-court judicial restructurings (*concordato preventivo*);
- out-of-court restructurings (*accordi di ristrutturazione*).

The **quantitative data** has been gathered by analysing the content of a sample of the judicial compositions with creditors and debt restructuring agreements that have been approved in Italy up to 2016. To our knowledge the dataset represents the richest source of information currently available on the functioning of these procedures in Italy. The sample is made up of:

- a) 3,350 judicial composition with creditors (*concordato preventivo*) among about half of the Italian courts, consisting in the 35% of the total amount of “*concordato preventivo*” within the timeframe of the sample (2009-2015 included).¹⁸ The data have been collected through a web platform (“FALLCO”), where court-appointed

¹⁷ The empirical analysis on out-of-court restructurings has been carried out together with the [Centro studi sulle procedure esecutive e concorsuali, CeSPEC](#).

¹⁸ We exclude from the analysis procedures for which no plan was submitted after the pre-petition for judicial composition with creditors (the Italian so-called blank petition). According to the National Court Register (*Portale della Giustizia Telematica – PST*), the total amount of filings for in-court restructurings (blank petitions included) is almost 16,000 in the timeframe considered by the research.



professionals could fill in questionnaires on information about in-court restructurings;¹⁹

- b) almost 600 out-of-court restructuring procedures (*accordi di ristrutturazione*). The data have been collected through both the Companies' Register (*Registro delle imprese*) and direct access to courts' files. The sample refers to years between 2005 and 2016 included, and covers 62 courts out of 124 in which out-of-court restructurings have been filed.²⁰ The sample consists in approximately 37,5% of total out-of-court restructuring procedures (*accordi di ristrutturazione*) filed in Italy during the relevant period.²¹

This set of information has been supplemented by data gathered from other sources (namely, the “Portale Servizi Telematici (PST)”, the official online register of the Minister

¹⁹ See A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, in *Quaderni di Economia e Finanza della Banca d'Italia*, 2018, (bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2018-0430/QEF_430_18.pdf).

²⁰ The total number of Italian first instance courts is 141. Apparently, in-court restructurings have not been filed in approximately 17 Italian courts.

²¹ The precise number of total out-of-court restructuring procedures (*accordi di ristrutturazione*) is hard to quantify, for several reasons.

The number of proceedings resulting for each court from the National Court Register (*Portale della Giustizia Telematica – PST*) is not fully accurate: we have ascertained, in several case, that the number of proceedings that have proved to exist at the Court records office, when accessed in person, is different. The main reasons for this inaccuracy are that some courts have registered out-of-court restructurings (*accordo di ristrutturazione*) under the inappropriate category, or have registered them twice (preliminary filings and final filings), and others have registered as out-of-court restructurings (*accordo di ristrutturazione*) procedures for consumers, professionals or non-commercial businesses (*procedure di sovraindebitamento* pursuant to the Italian law of 27 January 2012, No. 3). La Spezia court (the main outlier in our sample), for instance, had 86 filings resulting from PST and 5 “real” filings; similarly, Treviso court had 40 filings resulting from PST and 23 “real” filings. Other courts have proved to be more accurate (Rome court had 73 filings resulting from PST and 74 “real” filings). The numbers coincided perfectly for several courts (e.g., Milan 156, Naples 27, Florence 24, Prato 22).

Adjusting the numbers resulting from the PST (1,822 for the period 2005-2016) with the average overestimation pattern that we have observed, we believe the approximate number of debt restructuring agreements (*accordi di ristrutturazione*) for the entire period 2005-2016 is approximately 1,600. Therefore, the conclusion is that our sample represents approximately 37,5% of the total.

Finally, in some Courts, documents for some procedures were only partially available, thus not allowing the inclusion of such procedures in the research database.



of Justice, the Company Financial Accounts provided by Cerved, and Bank-firm credit relationships from the Credit Registry).

The **qualitative data** has been collected:

a) through in-depth targeted interviews (with a duration of approximately 2 hours each) with insolvency professionals (lawyers and chartered accountants advising both large and medium/small business involved in restructuring proceedings), bankers, NPL servicers, and judges.²²

b) administering standardized questionnaires to qualified professionals (27 standardized questionnaires were returned, mainly by lawyers and accountants). The questionnaires consisted of both closed and open-ended questions in order to gather information on the various phases of the different restructuring proceedings, describing them and drawing conclusions on their effectiveness.

The qualitative part of the research is used to inform the sampling for the quantitative aspects and also to guide the discussion.

The empirical research allows the following considerations.

2. General findings

A) Contractual resolution of business distress is currently facing a retreat

There has been a reduction in the number of restructurings since 2013 (more than proportional to the reduction of the total number of insolvency proceedings), with a

²² In details, the interviews have involved: 8 specialised lawyers; 2 accountants; 4 financial and industrial advisors; 2 NPL servicers (consisting in the 50% of the Italian market); 1 banker; and 4 judges covering the main Italian courts, namely Rome, Milan, Naples and Prato (even if Florence can be considered the main Court in Tuscany, the Court of Prato is one of the most active in terms of restructuring proceedings). Other judges were also interviewed, in a joint session, in the context of the 2017 and 2018 editions of the *Advanced Courses on Bankruptcy Law*, which the University of Florence has been organizing since 2006- About 25 judges and 200 professionals participated to each of those editions.



decrease of in-court restructurings (*concordato preventivo*), only partially offset by an increase (significant in percentage, but not in absolute numbers) of the number of out-of-court restructurings (*accordo di ristrutturazione*).

The possible explanations to a similar retreat, as arose during the interviews, are:

a) Prudential rules on non-performing loans (NPLs) have become the main driver for banks in evaluating restructuring plans. Keeping NPLs on balance sheet today is increasingly costly for banks: new standards and rules, at both European and national level, push banks to pursue timely strategies for balance sheet deconsolidation of bad loans and prudent management of credit exposures, *i.e.* amounts of equity capital that loans, depending on the risk category, are to be backed by. This is impacting the banks' willingness to participate in restructuring proceedings. See, e.g., interviews with Banker #1 and Advisor #2.

b) Diffused perception of an abusive use of restructuring tools among judges (the extensive use of restructuring tools in the last years contributed to reduce their average quality).

c) Unpredictability of judicial decisions due to excessive discretion.

d) Recent legislative reforms have narrowed the space for in-court restructurings (*concordato preventivo*). The diagram below represents the evolution over-time of in-court proceedings (*concordato preventivo*) (**Figure 1 - green line**). The fluctuations correspond to: (i) the introduction of the pre-petition filings (*concordato in bianco*) and the on-going in-court restructuring (*concordato con continuità*) in September 2012; (ii) Law n. 98, of 9th August 2013, providing for the appointment of an insolvency practitioner with monitoring tasks already at the stage of pre-petition; (iii) the introduction of the requirement of a minimum threshold of guaranteed recovery for creditors in in-court restructurings (*concordato preventivo*) envisaging liquidating plans, in 2015.



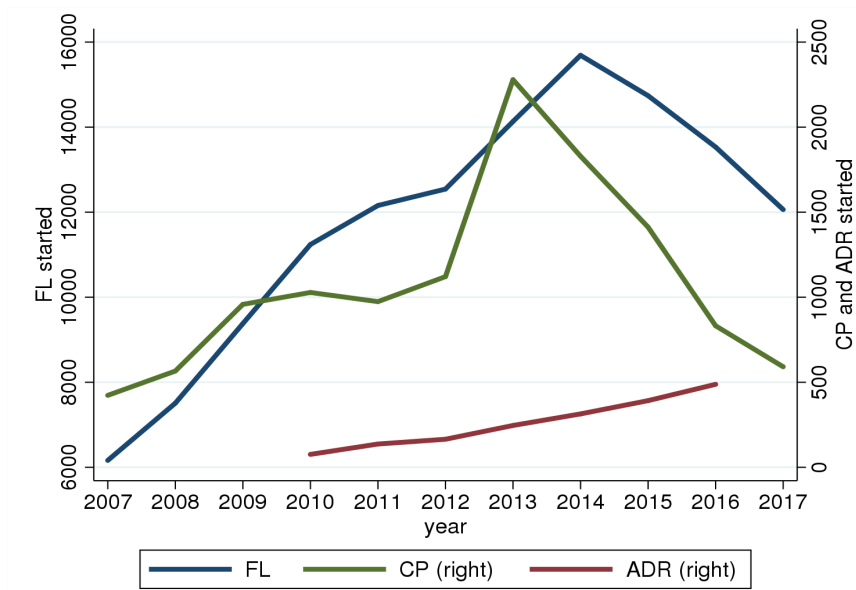


Figure 1

FL= insolvency proceedings (*fallimento*); CP= in-court proceedings (*concordato preventivo*);
ADR= out-of-court proceedings (*accordo di ristrutturazione*)

B) The empirical analysis shows that both in-court and out-of-court restructurings tend to concentrate more in the Northern Regions, than in the Central and Southern ones. This largely reflects the underlying regional distribution of firms in Italy.

The data have been collected through the “Portale Servizi Telematici (PST)”, the official online register of the Minister of Justice (**Figure 2**).



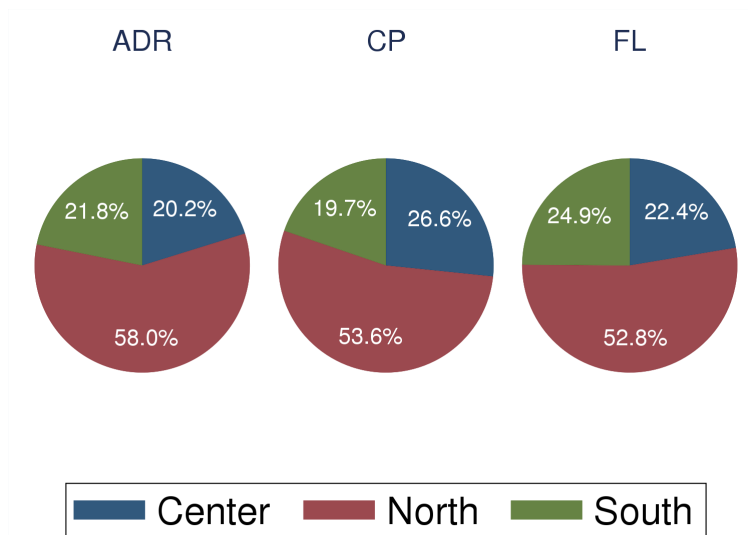


Figure 2

FL= insolvency proceedings (*fallimento*); CP= in-court proceedings (*concordato preventivo*); ADR= out-of-court proceedings (*accordo di ristrutturazione*)

C) Additional rounds of restructuring are very common

A single attempt to restructure is usually not sufficient to recover the business.

Second and third rounds of restructuring are indeed very common: professionals and creditors encounter obstacles to devise and then duly implement restructuring plans. This result may be influenced by the economic cycle: in the period covered by our analysis negative economic conditions prevailed.

3. Timely Access to Restructuring

3.1) In the vast majority of cases, debtors file for restructuring at least one year later than when they should have to effectively tackle the distress

a) Qualitative analysis indicates that a similar situation occurs in 76-100% of cases;



b) while only 0-25% of business timely access to restructuring.

See, e.g., interviews from Judge #4 and Judge #2.

3.2) The situation of the businesses two years before the recourse to a restructuring tool or insolvency already shows some indicators of business distress, although such indicators do not offer conclusive predictions on the risk of insolvency

Two years before the restructuring or insolvency the businesses display higher riskiness than the generality of businesses: 33% of all businesses deemed risky, while this share increases to over 65% for businesses entering in-court restructuring and to 75% for businesses entering out-of-court restructurings (**Figure 3**).

A large share of businesses was deemed risky even 5 years before the recourse to a restructuring tool.

However, the share of businesses that, although being considered risky, do not face an insolvency proceeding nor go through a restructuring in the following two years is too large to see the indications provided by the commonly used risk assessment parameters as conclusive.

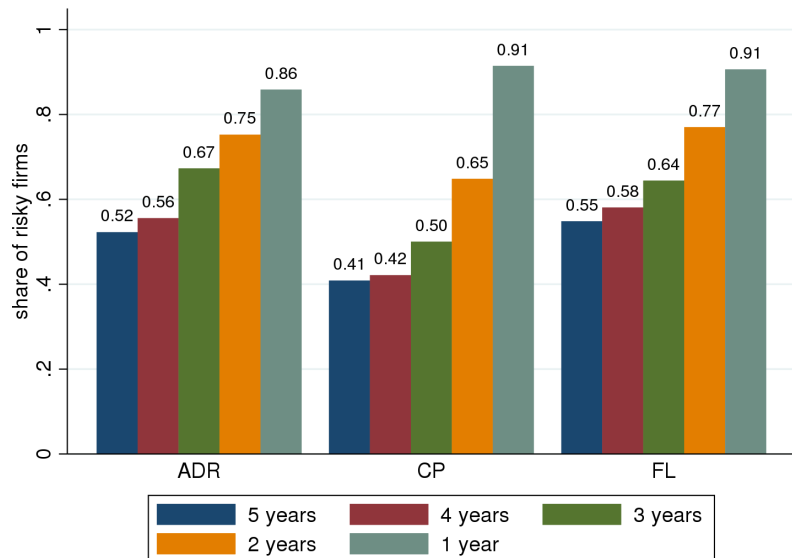


Figure 3

FL= insolvency proceedings (*fallimento*); CP= in-court proceedings (*concordato preventivo*); ADR= out-of-court proceedings (*accordo di ristrutturazione*)



3.3) The governance structure of the firm is relevant in determining timeliness in addressing distress

Qualitative analysis shows that:

a) family businesses, in which managers are fully aligned with shareholders, tend to procrastinate addressing situation of distress;

b) a similar pattern occurs also for professionally managed, private-equity businesses, probably due to incentives of equity fund partners to avoid disclosing failure to investors.

See, e.g., interviews with Judge #4 and Judge #2.

3.4) Smaller businesses often have an inadequate reporting system, which does not allow early detection of distress

The data emerges from several interviews of professionals assisting debtors and creditors. See, e.g., interview with Accountant #1.

3.5) The key trigger for restructuring are liquidity constraints and capital maintenance rules

Very often businesses tend to postpone serious restructuring until they are actually short of cash, sometimes until a petition for involuntary insolvency has already been filed.

In some cases, the breach of capital maintenance rules for stock companies and limited liability companies under Articles 2446/2447 and 2482-bis/2482-ter of the Italian Civil Code (i.e. the “recapitalize or liquidate” rule, which forces liquidation if the minimum capital is not restored within a short timeframe) is the trigger (see, e.g., interview with Lawyer #5).



3.6) Covenants can function as early-warner tools

Covenants in financial agreements, to which the firm is a party *before* restructuring, can play a crucial role in pointing out the financial crisis: distressed businesses that have previously entered in financial agreements that contain covenants have almost always already breached such covenants.

Qualitative researches, however, have pointed out that banks tend not to enforce them, although they do not waive them (in some case they threat to enforce them, not opportunistically but with a view to exert some pressure on the debtor to restructure).

3.7) The stigma associated to judicial insolvency procedures is still regarded as very high and this induces businesses in distress to pursue alternative solutions even when these appear hardly viable

The data emerges from several interviews of judges and professionals assisting debtors. See, e.g., interviews with Judge #4 and Accountant #1.

3.8) With respect to in-court restructurings (concordato preventivo), the earlier the restructuring, the better the outcome

Ceteris paribus, businesses that restructure early:

- a) have better chances to get the plan approved;
- b) offer better recovery rate for creditors;
- c) return actual recovery rates closer to the proposed ones.



4. Type of Procedure with Respect to the Features of the Firm

4.1) When out-of-court restructuring is possible, advisors advise against purely contractual out-of-court restructurings and tend to favour out-of-court restructurings with judicial confirmation (accordo di ristrutturazione)

a) Criminal and civil liability risks associated with purely contractual out-of-court restructurings are deemed unacceptable, considering that there are other instruments that protect parties without being too burdensome.

b) Out-of-court restructurings with judicial confirmation (*accordo di ristrutturazione*), when practicable, are appreciated, because they ensure protection to parties involved but, given their contractual nature, courts tend to defer to the judgment of the parties and only perform a formal control.

4.2.) Qualitative analysis indicates that purely out-of-court restructurings are more common for “unsophisticated” debtors (like small family businesses) than for larger ones

a) Family businesses tend to engage in negotiations with single creditors more than filing for restructuring proceedings (see, e.g., interview with Advisor #4);

b) on the contrary, purely out-of-court negotiations are rare for large businesses (see, e.g., interview with Lawyer #8).

4.3) Businesses involved in a restructuring are usually larger (when size is measured by total assets) than those filing for insolvency:

a) businesses that achieve in-court restructuring (*concordato preventivo*) are on average more than five times larger than businesses liquidated in insolvency liquidation



(*fallimento*). This emerged from both quantitative and qualitative analysis (among the interviews see, e.g., the one from Judge #2);

b) businesses that achieve out-of-court restructuring (*accordo di ristrutturazione*) are on average more than twice as large as businesses that achieve in-court restructuring (*concordato preventivo*);

c) finally, businesses that are subject to insolvency liquidation are usually MSMEs (see, e.g., interview with Lawyer #1).

A possible explanation is that the micro and small size of these businesses is such as not creating strong incentives and opportunities to restructure, especially since the requirements of the relevant procedures, devised with particular reference to larger businesses, may be too burdensome.

In particular, restructuring procedures, especially when out-of-court, require hiring knowledgeable professionals that may guide the business through the procedure. Interviews indicated that micro and small business often lack of adequate professional advisors. See, e.g., interview with Judge #4.

Further, the costs of out-of-court procedures are often considered too high for smaller companies.

4.4) MSMEs businesses that are subject to insolvency liquidation have on average a smaller number of banking relationships and more concentrated bank credit than businesses involved in in-court or out-of-court restructurings

MSMEs are most commonly subject to insolvency liquidation (see Finding 2.2), although the characteristics that have been observed for these businesses – namely, fewer banking relationships and a more concentrated bank debt – should make them more suitable to restructuring proceedings rather than liquidation. These characteristics, when observed with respect to the larger businesses undergoing a restructuring, are positively correlated to the successful outcome of the restructuring attempt.



The diagrams below represent the number of banking relationships (**Figure 4**) and the concentration of the bank credit (for the largest bank) (**Figure 5**). [All data are expressed in median value]

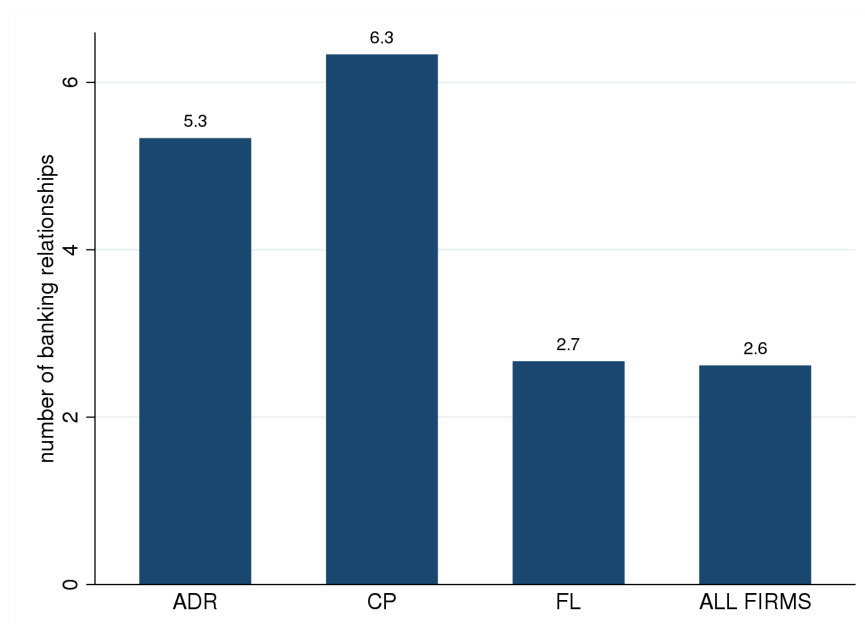


Figure 4

FL= insolvency proceedings (*fallimento*); CP= in-court proceedings (*concordato preventivo*); ADR= out-of-court proceedings (*accordo di ristrutturazione*)

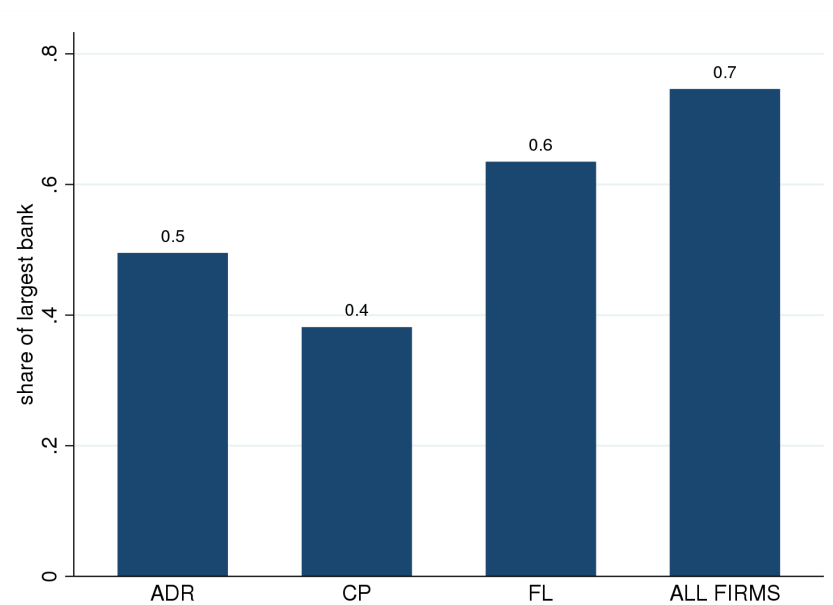


Figure 5

FL= insolvency proceedings (*fallimento*); CP= in-court proceedings (*concordato preventivo*); ADR= out-of-court proceedings (*accordo di ristrutturazione*)



4.5) Family businesses address the business distress at a later stage when there is no more space for restructuring

The qualitative evidence gathered shows that family businesses address the business distress when there is no more space for restructuring.

A possible reason is that among family business, directors are often shareholders, therefore tending to postpone restructuring, because of the risk to incur in personal liabilities.

The data emerges from several interviews of professionals assisting debtors and creditors. See, e.g., interviews with Judge #4 and Lawyer #6.

4.6) Professionals do not exert sufficient pressure to filter out bad cases from restructuring candidates

The evidence gathered from qualitative research (mainly interviews to judges) has pointed out the fact that professionals tend to advise the debtor to restructure even when, from an outside perspective, it is sufficiently clear that the attempt has no chances of success.

The given explanation is that professionals' remuneration is calculated on a time basis or as a lump sum, rather than on a success fee basis.

5. Restructuring Costs for Professionals and Advisors

5.1) Restructuring costs for professionals and advisors are regarded as high and may be particularly burdensome for MSMEs

The possible explanations are that:



a) the complexity of insolvency law, together with repeated law reforms, requires specialization and continuing education and practice;

b) only a limited number of professional are specialized in restructurings, despite the increasing demand for this type of professional services.

6. Negotiating the Plan

6.1) Core actors in restructurings of companies reflect the ownership structure

Among the different subjects involved in restructuring proceedings, the debtor plays a central role in negotiating the plan:

- a) in family businesses, shareholders are the real negotiators (since either they are the directors or they have a strong leverage on directors decisions);
- b) whereas in investor-owned businesses the board of directors has a more relevant role.

On the contrary, the board of statutory auditors is not a relevant actor with regard to restructuring, with the only relevant exception of listed companies. See, e.g., interview with Advisor #4.

6.2) Banks' internal decisional process has an impact on negotiations

a) The banks decisional process are deemed too slow by other key players: banks decisional process is often affected by various elements (factual and regulatory), which have an impact on the institutions willingness to engage in constructive negotiations. E.g. prudential rules on NPLs became one of the main drivers for banks in evaluating restructuring plans: see above General Findings (A).



b) The debtor has often multiple financial creditors, which tend to share similar constraints and – to a certain degree – similar needs, but which are not easy to coordinate. To this regard, the qualitative research has revealed that the appointment of a professional (usually a lawyer) negotiating with the debtor on behalf of all the banks increases the likelihood of success for the restructuring attempt.

6.3) Businesses, especially when small, face significant hurdles in dealing with tax authorities

Quantitative analysis has showed that tax authorities are often one of the main creditors of businesses in distress.

In relation to negotiations with tax authorities, qualitative research has revealed:

a) difficulties in ascertaining the amount of fiscal debt and the complexity of the issues relating to tax claims;

b) difficulties in identifying the counterparty for negotiation: competence for tax claims is often fragmented among several public bodies;

c) too weak incentives in pursuing effective solutions for tax authorities' employees, who sometimes appear afraid of facing personal liability (tax authorities too often aim at maximising the short-term value, neglecting the fact that they are repeat players);

d) tax authorities seem to be more cooperative in negotiations with larger businesses than with small ones.

The data emerge from several interviews of professionals assisting debtors. See, e.g., interviews with Lawyer #4 and Accountant #1.



6.4) The involvement of professionals with specific skill and expertise in facilitating negotiations is rare

Negotiating a plan often involves multiple creditors who are highly diversified. This multi-party context makes negotiations particularly challenging for the debtor.

Although such a setting seems to make the appointment a professional with skills and expertise in facilitating negotiations among multiple stakeholders (e.g. a mediator or conciliator) particularly useful, this seldom happens.

This hypothesis is not to be confused with the appointment of a professional representing banks (see above), who acts as representative of a specific category of creditors.

7. Content of the Restructuring Plan

7.1) A significant part of in-court restructuring (concordato preventivo) attempts aims at an orderly liquidation of the firm, whereas out-of-court restructuring (accordo di ristrutturazione) attempts usually aim at rescuing the business:

a) around 69% of businesses that achieve in-court restructuring (*concordato preventivo*) aims at an orderly liquidation of the businesses' assets (see **Figure 6**);

b) only a minority of those businesses that achieve out-of-court restructuring (*accordo di ristrutturazione*) aims at an orderly liquidation of the business via a sale of the businesses' assets: 2% of the businesses undergoing an out-of-court restructuring do so through a *total* sale of the businesses' assets (**Figure 7, blue column**); while 5% do so via a *partial* sale of the businesses' assets (**Figure 7, red column**).



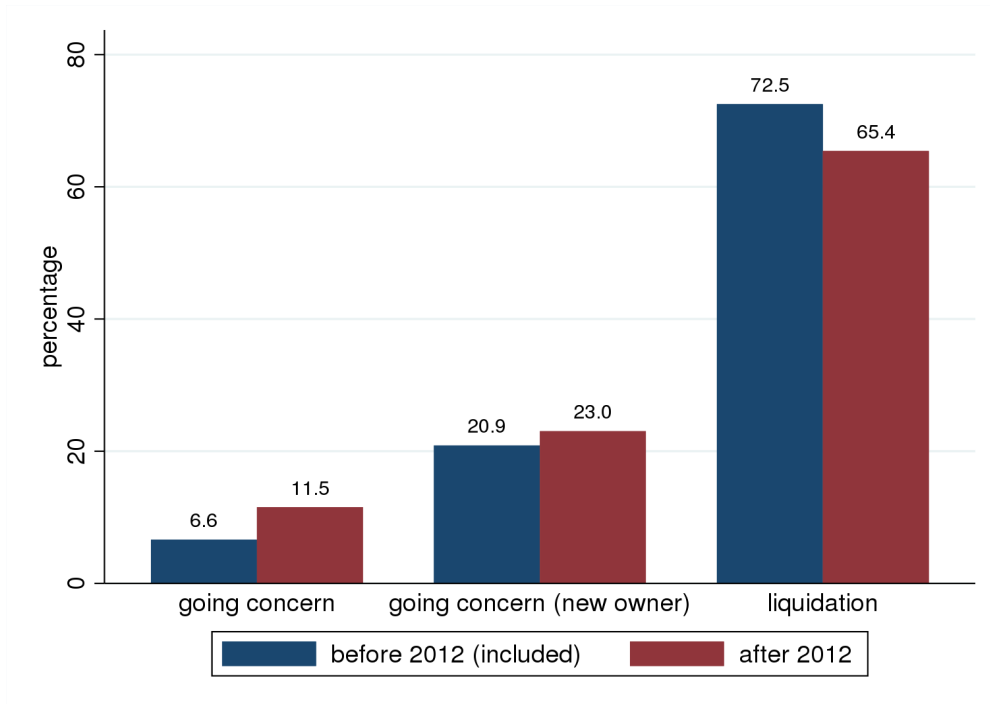


Figure 6

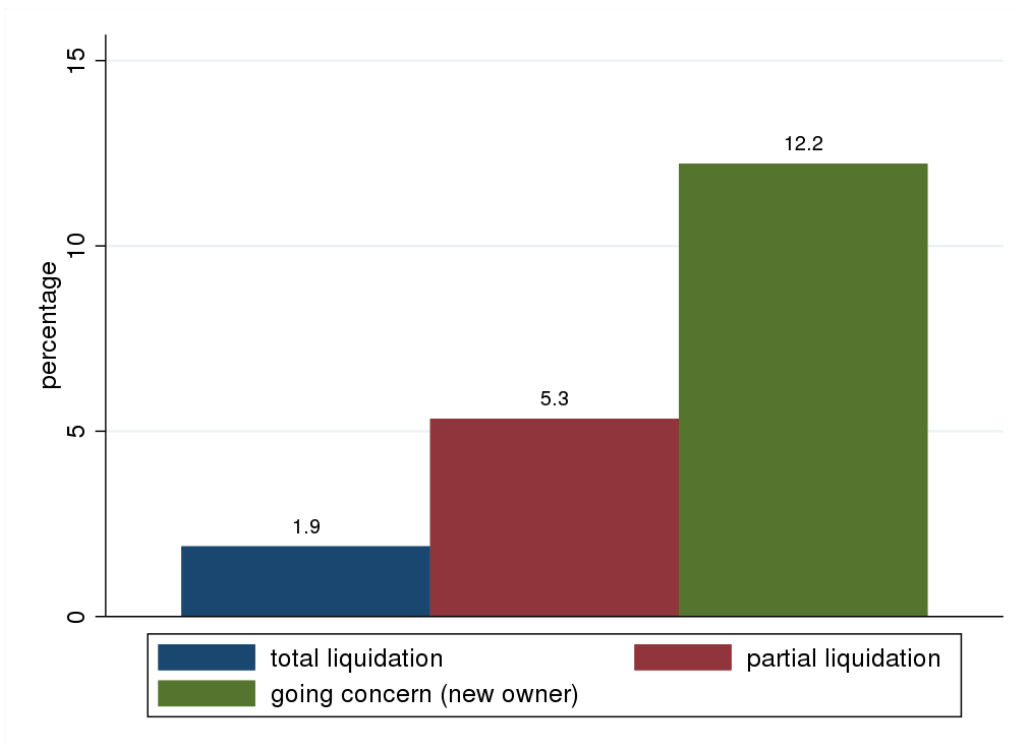


Figure 7



7.2) A significant part of in-court restructuring (*concordato preventivo*) and a non-negligible part of out-of-court (*accordo di ristrutturazione*) restructuring attempts aiming at rescuing the business do so via a sale of the business:

a) among businesses that achieve in-court restructuring (*concordato preventivo*) aiming at rescuing the business around 20-23% of them do so via a sale of the business; while, 6-12% of in-court restructurings aiming at rescuing the business do so by carrying on the business as a going concern (see **Figure 6, above**);

b) approximately 12% of out-of-court restructurings (*accordo di ristrutturazione*) aiming at rescuing the business do so via a sale of the business (**Figure 7, green column, above**).

7.3) Operative measures are rarely included in the plan

Quantitative analysis shows that operative measures having an impact on the corporate governance structure are rare. E.g., only 6% of out-of-court restructurings (*accordo di ristrutturazione*) considers a change of directors.

This is especially true among MSMEs. See, e.g., interview with Judge #2.

7.4) Financial measures considered by the plan rarely imply new financing

Both quantitative and qualitative analysis underlines the importance of new finance to rescue business in distress (see, e.g., interviews with Judge #2 and Advisor #3).

However, according to our sample:

a) only few plans consider new financing: i.e. 25-30% of the out-of-court restructurings (*accordo di ristrutturazione*);



b) when new finance is provided it is mostly debt capital, while only a low percentage of new finance consists of fresh equity.

Similarly, the analysis shows that cancellation of debts occurs in approximately 25-30% of restructuring proceedings.

On the contrary, rescheduling of payment is more common and occurs in approximately 50% of the sample.

With regard to **new loans** to debtors that have accessed restructuring tools with the aim of rescuing the business:

- on average, in the three years following an out-of-court restructuring procedure (*accordo di ristrutturazione*), 22% of the active businesses have received at least one new loan, while in the three years preceding the procedure the average rate was 39% (**Figure 8**);

- on average, in the three years following an in-court restructuring procedure (*concordato preventivo*), only 8% of the active businesses have received at least one new loan, while in the three years preceding the procedure the average rate was 66% (**Figure 9**). A possible explanation lies with prudential regulation: the exposures towards the business that underwent restructuring were most likely qualified as non performing with forbearance measures, hence it takes at least 1 year to cure the non performing status (see Annex V to CRR, ITS 231; ECB Guidance on NPLs, par. 5.3.3). Any new exposure towards the same debtor would qualify in the same way because, for clients other than retail, exposures must be considered in the aggregate.



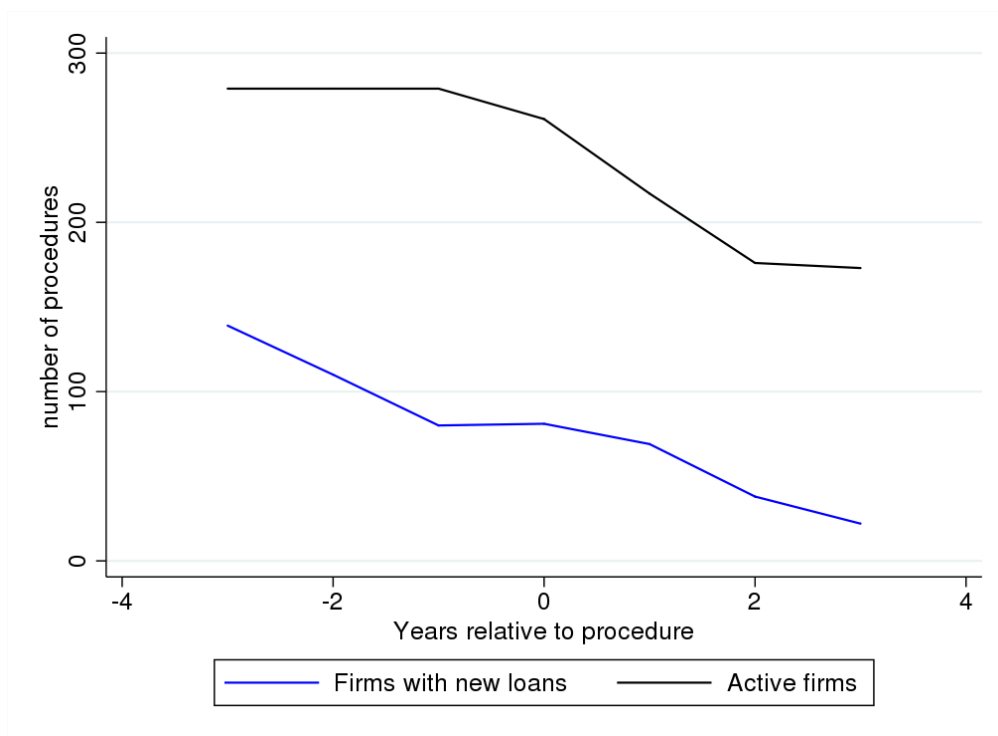


Figure 8

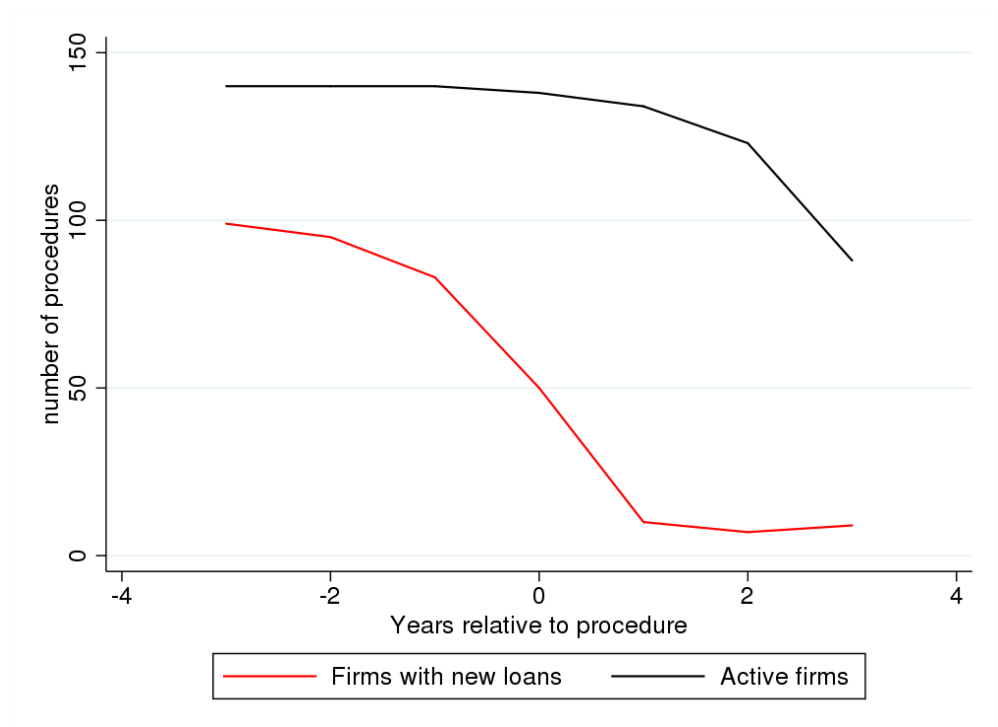


Figure 9



7.5) Debt-for-equity swaps and conversion of debt into “hybrid” financial instruments are rare and virtually absent for small businesses

- a) They entail significant costs, which are justified only in large cases.
- b) Banks are not keen to exert control on restructured businesses, and rather opt for hybrid instruments that give them a share in the future profits of the firm, ranking above the shareholders’ claim.

8. Circumstances Affecting the Outcome of the Restructuring Attempt

8.1) Family-owned businesses are more difficult to restructure than other businesses

Evidence from qualitative research has revealed that:

- a) family-owned businesses restructure at a later stage (see above, Finding 1.2);
- b) family members have usually offered personal guarantees for the bank debts of the company, which makes restructuring more complex and costlier;
- c) in family businesses, directors who are also shareholders seek protection from liability and this may complicate the restructuring.

See, e.g., interview with Advisor #4.

8.2) The probability to survive is related to the adoption of strategic/operational measures

Businesses undergoing an out-of-court restructuring have a higher probability to survive in the following two years when the restructuring plans envisages strategic measures (e.g., change of the directors; collective dismissals of employees) that do not have a direct impact on the financial structure of the firm.



8.3) The probability of achieving a restructuring is positively correlated to the concentration of the debt (as measured by the largest individual bank share of credit)

Businesses that achieve out-of-court restructuring (*accordo di ristrutturazione*) have a more concentrated debt than businesses that achieve in-court restructuring (*concordato preventivo*). A possible explanation is that when the number of creditors is too high, out-of-court restructuring negotiations are particularly difficult (see Finding 2.4).

8.4) The cost of the experts appointed by the court is negatively correlated with the likelihood of the restructuring proposal being approved by creditors and confirmed by the court. No such correlation has been found with the cost of the advisors

The empirical data do not allow drawing any tentative explanation for the abovementioned correlation.

8.5) Businesses going through an out-of-court restructuring may more easily access the credit market vis-à-vis businesses undergoing an in-court restructuring

Businesses undergoing an out-of-court restructuring are more likely to receive new loans after the completion of the restructuring. A possible explanation is that there is a biunivocal correspondence between the likelihood of receiving new loans and the perceived level of the crisis. In-court restructurings are considered worse than out-of-court ones. See Finding 5.4.



8.6) The lack of adequate specialisation and/or competence by judges and professionals undermines the efficiency of restructuring legal framework

Evidence from qualitative research suggests that:

a) judicial offices are organized in such a way that judges are employed in very different fields of law over the course of their career, thereby preventing their specialisation in business restructuring cases. This is especially true for minor courts, where restructuring occurs less often and specialization is not frequent;

b) judicial activity in insolvency matters requires more business background (e.g. economic and accountancy knowledge) than is usually in possession of the judges.

8.7) The empirical analysis shows that courts in the Northern Regions tend to confirm more plans of in-court and out-of-court restructurings than in the Southern Regions

More in details:

a) in-court restructuring plans (*concordato preventivo*) have been confirmed:

- in 69,9 % of proceedings in Northern Regions;
- in 70,3 % of proceedings in Central Regions;
- in 57,7 % of proceedings in Southern Regions;

b) out-of-court restructuring plans (*accordo di ristrutturazione*) have been confirmed:

- in 85 % of proceedings in Northern Regions;
- in 63 % of proceedings in Central Regions;
- in 79,5 % of proceedings in Southern Regions.



PART III

PUBLICATIONS ON THE RESULTS OF THE NATIONAL RESEARCH

The results of the qualitative and quantitative empirical research on the Italian restructuring tools and procedures were included in a publication issued during the duration of the project concerning the judicial composition with creditors (*concordato preventivo*).

That publication further expands the analyses and considerations concisely made above, which were intended for circulating the main findings among the members of the consortium. Such analyses and considerations have been used to draft the Final Report, identifying guidelines (addressed to key players in the restructuring process) and policy recommendations (addressed to policy makers) valid at the European level.

In consideration of its relevance, that publication constitutes part of the present report and is attached below.

Enc.: A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, Questioni di Economia e Finanza, 430, Banca d'Italia (2018).





BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa:
il concordato preventivo

di Alessandro Danovi, Silvia Giacomelli, Patrizia Riva e Giacomo Rodano

Marzo 2018

Numero

430



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa:
il concordato preventivo

di Alessandro Danovi, Silvia Giacomelli, Patrizia Riva e Giacomo Rodano

Numero 430 – Marzo 2018

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

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

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

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

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

STRUMENTI NEGOZIALI PER LA SOLUZIONE DELLE CRISI D'IMPRESA: IL CONCORDATO PREVENTIVO

di Alessandro Danovi*, Silvia Giacomelli§, Patrizia Riva‡ e Giacomo Rodano†

Sommario

Questo studio fornisce un ampio insieme di nuove evidenze empiriche sull'impiego e sul funzionamento delle procedure di concordato preventivo basate su un dataset, appositamente assemblato, che costituisce la più ricca base informativa al momento disponibile. I concordati sono impiegati prevalentemente con finalità liquidatoria (circa il 70 per cento dei casi). La percentuale di concordati per i quali quanto previsto nel piano è effettivamente realizzato è pari a meno di un quarto. Il recupero dei crediti assistiti da garanzia avviene in misura pressoché integrale in tutte le tipologie di concordato, mentre per i crediti non garantiti i tassi di recupero variano sensibilmente: dal 18 per cento per i concordati liquidatori al 37 per cento per quelli in continuità diretta (23 per cento per quelli in continuità indiretta). Analisi di regressione mostrano che migliori performance dei concordati preventivi sono associate a un minore grado di “cronicità della crisi” al momento dell'apertura del concordato, misurata con il tempo trascorso dalle prime difficoltà persistenti che l'impresa incontra nell'adempiere agli obblighi nei confronti dei creditori bancari e l'avvio della procedura.

Parole chiave: legge fallimentare, ristrutturazioni d'impresa, concordato preventivo.
Classificazione JEL: G28, G33, K20.

Indice

| | |
|---|----|
| 1. Introduzione | 5 |
| 2. Il concordato preventivo nel diritto dell'insolvenza italiano | 7 |
| 3. I dati | 8 |
| 4. Il confronto con le altre procedure concorsuali | 11 |
| 5. La domanda di concordato e l'ammissione | 14 |
| 6. Il contenuto dei piani: finalità del concordato, passività e attività, proposte economiche | 16 |
| 7. Il percorso giudiziale e gli esiti | 22 |
| 8. L'esito economico | 24 |
| 9. Le determinanti degli esiti | 27 |
| 10. Conclusioni | 30 |
| Riferimenti bibliografici | 32 |
| Appendice | 33 |

* Università di Bergamo.

§ Banca d'Italia, Servizio Struttura economica.

‡ Università del Piemonte Orientale.

† Banca d'Italia, Servizio Struttura economica.

1. Introduzione¹

L'istituto del concordato preventivo nella configurazione attuale è stato introdotto nel nostro ordinamento nel 2005, nell'ambito di una più ampia riforma della normativa concorsuale. La riforma aveva tra i suoi obiettivi quello di favorire la ricerca di soluzioni concordate alle crisi d'impresa, sia per agevolare – ove percorribile – la via della ristrutturazione delle imprese in crisi, sia come strumento di liquidazione alternativo alle procedure giudiziali, tipicamente lunghe e dagli esiti poco soddisfacenti per i creditori.

Da allora, la disciplina del concordato è stata oggetto di ulteriori revisioni. Le modifiche, in un primo tempo, hanno cercato di ampliare la portata applicativa dell'istituto con lo scopo di accrescerne le potenzialità di impiego soprattutto a fini di risanamento (ad es., con l'introduzione del concordato con riserva). In un secondo tempo, si è intervenuti per scoraggiare un utilizzo dello strumento a fini meramente liquidatori, rendendo più restrittive le condizioni per l'attivazione della procedura.

Le iniziative legislative in corso a livello nazionale – la legge delega di riforma delle discipline della crisi d'impresa² – ed europeo – la proposta di direttiva sulla ristrutturazione preventiva³ – potrebbero determinare, nel prossimo futuro, ulteriori modifiche dell'attuale quadro normativo. In particolare, la legge delega prevede una vasta rivisitazione delle norme che regolano il concordato. Le linee di intervento sono finalizzate a indirizzarne l'utilizzo quasi esclusivamente a fini di ristrutturazione (limitandone quello a fini liquidatori), in coerenza con un disegno complessivo della riforma che declina lo scopo generale di rafforzamento della tutela dei creditori lungo direttrici che mirano a far emergere con maggiore tempestività le situazioni di crisi, a ridurre i margini di libertà contrattuale delle parti e rafforzare i poteri del giudice.

Le analisi fino a oggi disponibili sull'uso effettivo del concordato preventivo sono tuttavia limitate, in particolare per quanto concerne gli esiti di tali procedure⁴. Questo studio si propone di arricchire la letteratura esistente fornendo un ampio insieme di nuove evidenze empiriche sull'impiego e sul concreto funzionamento di questo istituto. Nel lavoro si

¹ Le opinioni riportate sono quelle degli autori e non coinvolgono la Banca d'Italia. Il lavoro è stato realizzato nell'ambito di un progetto di ricerca europeo (“Contractualised Distressed Resolution in the Shadow of the Law” – Co.Di.Re.), finanziato dall'Unione Europea (JUST/2014/JCOO/AG/CIVI 4000007627) e coordinato dall'Università di Firenze. Gli autori desiderano ringraziare Roberto Fontana, Giovanni Battista Nardecchia e Alida Paluchowsky per l'insostituibile supporto e il contributo all'elaborazione dei questionari e alla raccolta dei dati; Jacopo Donati, Monica Marcucci, Giuliana Palumbo, Paolo Sestito, Lorenzo Stanghellini e Andrea Zorzi per i preziosi commenti e suggerimenti. Si ringraziano, inoltre, Marina Azzola, Francesca Magno e Serena Maurutto per l'attività svolta nell'ambito dell'Osservatorio Crisi e Risanamento delle Imprese (OCRI); l'Associazione Tavolo per le Esecuzioni Italiane (T6) per aver messo a disposizione la propria base dati estratta dal Portale dei Servizi Telematici (PST) del Ministero della Giustizia; Ivan Triglia per il supporto nell'elaborazione dei dati e Cristina Petrassi per l'assistenza editoriale.

² Legge n. 155 del 19 ottobre 2017 “Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza”.

³ Proposta di “Direttiva del parlamento Europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE”, COM(2016)723.

⁴ Cfr. tra gli altri, per l'Italia, Castelli et al. (2016), Carpinelli et al. (2017), Danovi et al. (2016a), Danovi et al. (2016), Danovi e Quagli (2015), Mazzoleni e Venezian (2015), Rodano et. al. (2016); per gli Stati Uniti cfr., ad esempio, Bris et al. (2006).

documenta, innanzitutto, l'impiego della procedura di concordato preventivo, anche nel confronto con le altre procedure di gestione delle crisi. Successivamente, si analizzano l'iter giudiziale del concordato (dalla presentazione della domanda all'omologazione), il contenuto delle proposte e gli esiti economici. Infine, si esamina l'eventuale relazione tra precoce emersione della crisi ed esiti del concordato.

Le analisi condotte si basano, oltre a dati provenienti da registri di natura amministrativa, su un dataset originale, appositamente assemblato, costituito da un campione di oltre 3.000 procedure avviate nel periodo 2009-2015, pari a circa un terzo del totale. Il dataset contiene informazioni riguardanti sia l'iter giudiziario del concordato sia la sua esecuzione e, allo stato attuale, costituisce la più ricca fonte informativa disponibile sul funzionamento del concordato preventivo, in particolare per quanto concerne gli aspetti economici.

I principali risultati sono così riassumibili.

I dati sull'impiego delle varie procedure di gestione della crisi indicano, sotto il profilo numerico, l'assoluta prevalenza dei fallimenti rispetto al concordato preventivo e agli accordi di ristrutturazione. Tuttavia le imprese che ricorrono al concordato sono in media più grandi delle imprese sottoposte a una procedura fallimentare (ma più piccole delle imprese che propongono accordi di ristrutturazione).

Sebbene dal punto di vista delle finalità il concordato abbia natura neutra (può essere utilizzato sia per il risanamento delle imprese sia per la loro liquidazione), l'uso largamente prevalente è a fini liquidatori. Le imprese che accedono a un concordato con l'obiettivo di risanamento si caratterizzano, rispetto a quelle che utilizzano lo strumento con finalità liquidatorie, per dimensioni maggiori.

La durata della fase giudiziale della procedura (dalla presentazione della domanda al giudizio di omologazione) è pari in media a quasi 10 mesi per i concordati presentati con il piano e a poco più di 14 mesi per i concordati con riserva. L'orizzonte temporale previsto per l'esecuzione del piano di concordato è pari in media a poco meno di tre anni, un termine tuttavia raramente rispettato.

La percentuale di concordati per i quali quanto previsto nel piano è effettivamente realizzato è pari a meno di un quarto. Per un sotto-insieme del campione, purtroppo di dimensioni limitate (pari al 3,5 per cento), è possibile calcolare i tassi di recupero. Il recupero dei crediti assistiti da garanzia avviene in misura pressoché integrale in tutte le tipologie di concordato. Per i crediti non garantiti i tassi di recupero variano sensibilmente: dal 18 per cento per i concordati liquidatori, al 37 per cento per i concordati in continuità diretta (il 23 per cento per quelli in continuità indiretta); i tassi di recupero effettivi per tale tipologia di crediti sono inferiori a quelli proposti nel 50 per cento dei concordati (il tasso effettivo è in media pari al 60 per cento di quello proposto).

Analisi di regressione mostrano che migliori performance dei concordati preventivi (con riguardo sia agli esiti giuridici sia agli esiti economici) sono associate a un minore grado di "cronicità della crisi" al momento dell'apertura del concordato, misurata con il tempo

trascorso dalle prime difficoltà persistenti che l'impresa incontra nell'adempiere agli obblighi nei confronti dei creditori bancari e l'avvio della procedura.

Il resto del lavoro è organizzato come segue. Nel paragrafo 2 si descrivono i tratti caratteristici del concordato anche in rapporto agli altri istituti del diritto dell'insolvenza. Nel paragrafo 3 si illustrano i dati utilizzati nello studio. Nel paragrafo 4 si documenta l'impiego del concordato e le caratteristiche delle imprese che lo utilizzano, anche nel confronto con le altre procedure. Nei paragrafi 5 e 6 si esaminano le caratteristiche delle domande di concordato e il contenuto dei piani. Nei paragrafi 7 e 8 si riportano rispettivamente le evidenze sugli esiti giuridici ed economici dei concordati. Nel paragrafo 9 si esaminano attraverso analisi di regressione le determinanti della *performance* dei concordati. Il paragrafo 10 conclude.

2. Il concordato preventivo nel diritto dell'insolvenza italiano

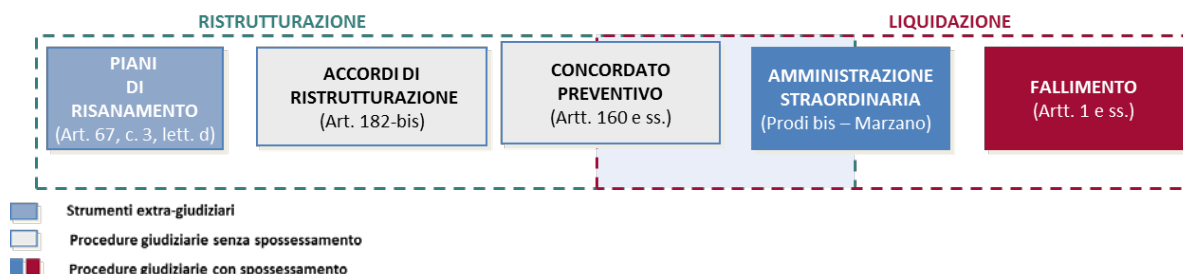
Il concordato preventivo è una procedura concorsuale nella quale il debitore propone ai creditori un accordo sulla base di un piano di liquidazione o di ristrutturazione⁵. Con riguardo alle finalità, il concordato ha dunque natura neutra: può essere utilizzato sia per il risanamento delle imprese sia per la loro liquidazione.

Dal punto di vista pratico la procedura di concordato può essere suddivisa in due fasi principali: l'iter giudiziale e l'esecuzione del piano. L'iter giudiziale inizia con la presentazione della domanda al tribunale competente da parte del debitore (dalla seconda metà del 2012 è possibile presentare domanda di concordato riservandosi di presentare successivamente il piano di risanamento o liquidazione - c.d. "concordato con riserva" -). La domanda di concordato è sottoposta a un primo vaglio di ammissibilità da parte del tribunale. I concordati ammessi sono quindi sottoposti all'approvazione a maggioranza dei creditori penalizzati dalla proposta (chirografari e, se non pagati integralmente e tempestivamente, prelatizi) con una procedura di voto che può prevedere anche la suddivisione dei creditori in classi e l'autorità del tribunale, a certe condizioni, di imporre il contenuto del piano ai creditori dissenzienti (*cram down*). Il percorso giudiziale termina con il giudizio di omologazione da parte del tribunale. Per i concordati omologati inizia la fase di esecuzione, durante la quale viene data attuazione a quanto previsto nei piani. Durante la procedura, il debitore non è spossessato e beneficia della sospensione delle azioni esecutive dei creditori; la procedura prevede la nomina di un commissario giudiziale con funzioni di sorveglianza del debitore e informativa dei creditori e in caso di concordato liquidatorio, di un liquidatore giudiziale, nominato all'omologa.

⁵ Il concordato preventivo è disciplinato dagli artt. 160 e seguenti della legge fallimentare (Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modifiche). L'impianto concorsuale del 1942 è stato ampiamente rivisto a partire dal 2005 con un susseguirsi di interventi, quali: i) D.L. 35 del 14 marzo 2005; ii) D.Lgs. 5 del 9 gennaio 2006; iii) D.Lgs. 169 del 12 settembre 2007; iv) D.L. 78 del 31 maggio 2010; v) D.L. 83 del 22 giugno 2012; vi) D.L. 69 del 21 giugno 2013. Per il concordato, le revisioni arrivano fino al D.L. 83/2015 "Misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento dell'amministrazione giudiziaria", convertito in legge n. 132/2015 e al D.L. 59/2016, convertito in legge n. 119/2016.

Fig. 1**Le fasi del concordato preventivo**

Nel panorama concorsuale il concordato si distingue dai piani di risanamento (ex art. 67 co. 3 lett. d l.f.) e dagli accordi di ristrutturazione (ex art. 182-bis l.f.) per il maggiore grado di coinvolgimento dell'autorità giudiziaria. Si differenzia dalla procedura giudiziale di liquidazione (fallimento o liquidazione coatta amministrativa) per la natura negoziale e per il fatto che il debitore rimane in controllo dell'impresa, seppur con limitazione di poteri, mentre nel fallimento la liquidazione è gestita, sotto la supervisione del giudice delegato, da un curatore nominato dal tribunale⁶ (fig. 1).

Fig. 2**Gli strumenti di soluzione della crisi e le procedure concorsuali nell'ordinamento italiano****3. I dati**

Il nostro dataset. – Il lavoro è basato su un dataset originale costituito da circa 3.350 procedure di concordato preventivo “ammesse” (quelle in cui il piano è stato presentato e il tribunale ha giudicato ammissibile la domanda aprendo la procedura di concordato) nel periodo 2009-2015, pari a circa il 35 per cento di quelle complessivamente ammesse negli stessi anni⁷. Le informazioni sono state raccolte attraverso la somministrazione di un

⁶ Le procedure di amministrazione straordinaria sono disciplinate da una diversa normativa e il loro utilizzo è riservato alle grandi imprese. Anch'esse hanno finalità ibrida, ma il debitore subisce lo spopolamento e la gestione della procedura è affidata a uno o più commissari nominati dal Ministro dello Sviluppo economico. Negli ultimi anni, proprio per il mancato spopolamento del debitore, il concordato è stato preferito all'amministrazione straordinaria in numerosi casi.

⁷ Sulla base dei dati di fonte Infocamere.

questionario a professionisti che ricoprono il ruolo di commissario giudiziale nelle diverse procedure. La partecipazione dei commissari alla raccolta dei dati è avvenuta su base volontaria, su impulso di numerosi giudici delegati, e ha coinvolto 1.367 professionisti che hanno ricevuto complessivamente incarichi da poco più della metà dei tribunali italiani. Il questionario è stato predisposto con l'obiettivo di raccogliere informazioni dettagliate, anche di natura economica, riguardanti sia l'iter giudiziario del concordato sia la sua esecuzione⁸. Le informazioni sono state raccolte a cura dell'Osservatorio Crisi e Risanamento delle Imprese (OCRI) del centro di ricerca "Elab" dell'Università degli Studi di Bergamo, con il contributo del Centro Studi delle Procedure Esecutive e Concorsuali (CESPEC) e del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili⁹.

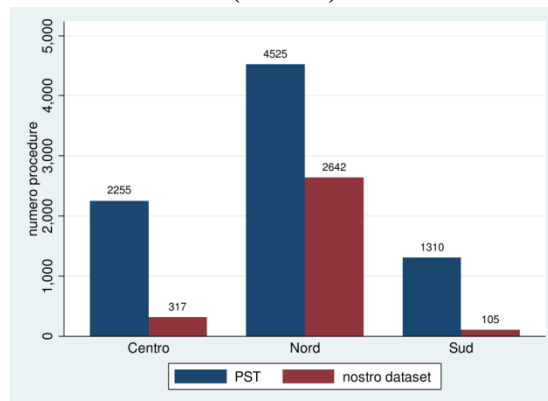
Allo stato attuale questo dataset costituisce la più ricca fonte informativa disponibile sul funzionamento del concordato preventivo, in particolare per quanto concerne gli aspetti economici.

Altre fonti. – Nel lavoro si utilizzano anche dati sull'iter giudiziario delle procedure concorsuali tratti da registri di natura amministrativa quali il Portale dei Servizi Telematici (PST) del Ministero della Giustizia e il Registro delle Imprese (Infocamere). Dal PST sono stati estratti, in forma anonima, dati relativi agli "eventi" delle singole procedure per il periodo 2010-16. Dal Registro delle Imprese sono state ricavate informazioni riguardanti la denominazione delle imprese che hanno avviato una procedura fallimentare o di concordato e la data di apertura della procedura per gli anni 2010-14. Infine, i dati raccolti a livello di impresa sono stati incrociati con i dati sui bilanci tratti dalla base dati Cerved e con i dati sui rapporti di finanziamento con le banche tratti dalla Centrale dei Rischi.

La rappresentatività del nostro dataset. – Il confronto con le basi dati di fonte amministrativa, che in via teorica dovrebbero censire l'universo delle procedure, fornisce indicazioni sulla rappresentatività del nostro campione. Un primo elemento che emerge dal confronto è che nel campione sono sovra-rappresentate le regioni del Centro Nord (fig. 3); ciò è dovuto al fatto che la raccolta dei dati ha interessato in una prima fase i tribunali della Lombardia, e in seguito è stata estesa alle altre regioni (partendo da quelle limitrofe).

⁸ Oltre a quelle sui concordati, sono state anche raccolte informazioni su un campione di circa 400 accordi di ristrutturazione. In questo lavoro vengono utilizzati solamente l'identificativo dell'impresa e la data di avvio della procedura, allo scopo di confrontare le caratteristiche delle imprese che entrano nelle diverse procedure.

⁹ La raccolta dei dati ha beneficiato del supporto informatico di Fallico.

Fig. 3**Distribuzione territoriale delle procedure
(numero)**

Fonte: PST (concordati ammessi) e nostro dataset.

Con riguardo alle caratteristiche delle imprese entrate in concordato, è possibile confrontare alcuni indicatori di bilancio, per i concordati con riserva aperti nel biennio 2013-14. Come mostrato nella Tavola 1, le imprese del nostro campione sono più grandi rispetto a quelle censite da Infocamere. Maggiori somiglianze si riscontrano con riferimento a redditività, leverage e grado di rischiosità, misurata tramite lo *score* di Cerved¹⁰.

Tav. 1**Caratteristiche delle imprese in concordato preventivo**

(procedure aperte nel 2013-14⁽¹⁾, per i dati di bilancio valori medi dei 5 anni precedenti l'apertura)

| Indicatori di bilancio | nostro dataset | | | Infocamere | | |
|------------------------------|----------------|---------|-----|------------|---------|------|
| | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Totale attivo (€ migliaia) | 14957 | 6275 | 888 | 11040 | 4168 | 5164 |
| Valore aggiunto (€ migliaia) | 1630 | 642 | 888 | 1218 | 430 | 5158 |
| ROA | -0,02 | -0,003 | 888 | -0,01 | 0,002 | 5159 |
| Coverage | -2,72 | -0,12 | 883 | -2,50 | 0,10 | 5119 |
| Leverage | 0,92 | 0,88 | 888 | 0,93 | 0,91 | 5164 |
| Quota credito bancario | 0,43 | 0,46 | 888 | 0,38 | 0,40 | 5164 |
| Immobil. mat. su attivo | 0,21 | 0,14 | 888 | 0,21 | 0,12 | 5164 |
| Quota imprese rischiose | 0,62 | n.d. | 888 | 0,67 | n.d. | 5164 |

Fonte: per l'identità e il codice fiscale dell'impresa, nostro dataset e Infocamere; per i dati di bilancio, CERVED GROUP.

Note: (1) domande di pre-concordato.

¹⁰ Lo *score* di Cerved (CeBI *score* 3) è un indicatore di probabilità di default delle imprese calcolato sulla base delle variabili di bilancio. L'indicatore assume valori compresi tra 1 e 9, crescenti all'aumentare della probabilità di default. Cerved classifica le imprese sulla base dello *score* in: "sicure" (*score* compreso tra 1 e 4); "vulnerabili" (*score* pari a 5 o 6) e "rischiose" (*score* pari a 7, 8 o 9).

4. Il confronto con le altre procedure concorsuali

Utilizzo e andamenti. – I dati sull’impiego delle varie procedure concorsuali indicano sotto il profilo numerico l’assoluta prevalenza della procedura fallimentare; mentre il concordato e gli accordi di ristrutturazione sono assai meno utilizzati¹¹ (tav. 2).

Tav. 2

Le procedure concorsuali in Italia

(numero di procedure avviate)

| | Fallimenti(1) | Concordati (2) | Accordi di ristrutturazione |
|-----------|----------------------|-----------------------|------------------------------------|
| 2007 | 6159 | 423 | nd |
| 2008 | 7504 | 566 | nd |
| 2009 | 9381 | 957 | nd |
| 2010 | 11232 | 1027 | 76 |
| 2011 | 12153 | 975 | 137 |
| 2012 | 12543 | 1119 | 165 |
| 2013 | 14128 | 2279 | 246 |
| 2014 | 15685 | 1828 | 314 |
| 2015 | 14729 | 1415 | 392 |
| 2016 | 13472 | 817 | 488 |
| 2017 Isem | 6284 | 336 | nd |

Fonte: Infocamere per i dati sui fallimenti e i concordati preventivi; elaborazioni su dati PST per gli accordi di ristrutturazione.

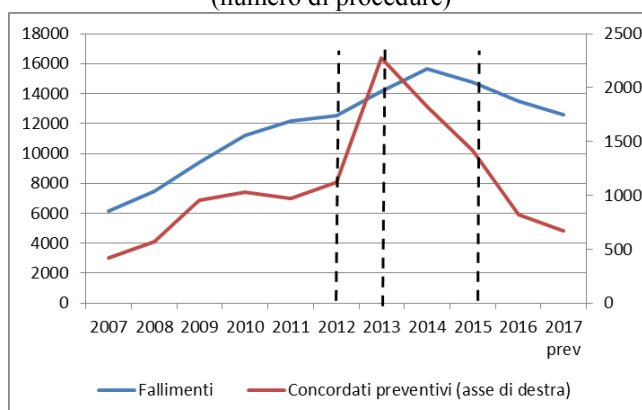
Note: (1) fallimenti dichiarati; (2) concordati ammessi.

L’utilizzo del concordato preventivo ha risentito, come le altre procedure, della congiuntura economica; tuttavia l’andamento è stato anche influenzato dagli interventi normativi che negli anni più recenti hanno modificato aspetti significativi della disciplina (fig. 4). Tra questi assumono rilievo: a) il pacchetto di misure introdotte a metà del 2012, finalizzate a favorire una più tempestiva emersione della crisi e il risanamento delle imprese, tra le quali la possibilità di presentare domanda di pre-concordato – prima di presentare il piano di concordato – ottenendo un’anticipazione del beneficio della sospensione delle azioni dei creditori; b) le misure del 2013 che hanno incrementato gli oneri informativi a carico del debitore per la presentazione del pre-concordato; c) l’introduzione nel 2015 della possibilità di proposte o offerte concorrenti e di una soglia minima di soddisfazione dei creditori chirografari (pari al 20%) nei concordati liquidatori. Dal picco del 2013, il numero di concordati è in costante diminuzione.

¹¹ Non si stanno considerando le procedure di amministrazione straordinaria. Non sono disponibili dati sull’uso del piano di risanamento ex art. 67 l.f., per il quale è facoltativo il deposito in pubblici registri.

Fig. 4

Concordati preventivi⁽¹⁾ e fallimenti⁽²⁾
(numero di procedure)



Fonte: Infocamere.

Note: (1) concordati ammessi; (2) fallimenti dichiarati.

Le caratteristiche delle imprese entrate in procedura: un confronto tra procedure. – Utilizzando i dati di bilancio di fonte Cerved e le informazioni disponibili nella Centrale dei Rischi è possibile confrontare le caratteristiche delle imprese che hanno avviato le varie procedure.

Tav. 3

Caratteristiche delle imprese entrate in procedura: indicatori di bilancio

(valori medi nei 3 anni precedenti l'anno di apertura della procedura)

| Indicatori di bilancio | Concordato preventivo | | | Accordi di ristrutturazione | | | Fallimenti | | |
|--------------------------------|-----------------------|---------|------|-----------------------------|---------|-----|------------|---------|------|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Totale attivo (1) (€ migliaia) | 13660 | 6073 | 1606 | 57858 | 15102 | 175 | 2460 | 976 | 6829 |
| Valore agg. (1) (€ migliaia) | 1385 | 531 | 1603 | 5816 | 765 | 173 | 239 | 84 | 6498 |
| ROA | -0,05 | -0,03 | 1602 | -0,02 | -0,002 | 173 | -0,11 | -0,06 | 6480 |
| Coverage | -5,46 | -1 | 1596 | -4,15 | -0,12 | 173 | -7,9 | -1,98 | 6281 |
| Leverage | 1 | 0,93 | 1606 | 3,07 | 0,92 | 175 | 3,05 | 1,04 | 6829 |
| Quota credito bancario | 0,45 | 0,48 | 1606 | 0,42 | 0,45 | 175 | 0,26 | 0,23 | 6831 |
| Immobil. materiali su attivo | 0,21 | 0,14 | 1606 | 0,21 | 0,11 | 175 | 0,15 | 0,06 | 6829 |

Fonte: nostro dataset (per gli accordi di ristrutturazione e i concordati preventivi), Infocamere (per i fallimenti) e Cerved Group (per i dati di bilancio). Si considerano solo le imprese per le quali sono disponibili i bilanci in tutti e 3 gli anni. (1) Per i valori assoluti (totale attivo e valore aggiunto) si calcola, per ogni singola impresa, la media semplice delle variabili rilevate nei bilanci dei 3 precedenti l'anno di apertura della procedura. I rapporti per ciascuna impresa sono invece calcolati a partire dalle medie dei 3 anni precedenti delle variabili utilizzate per calcolarli. Quelle riportate sono medie e mediane tra imprese delle variabili a livello d'impresa così ottenute.

Nella Tavola 3 sono riportati i valori medi, per i tre anni precedenti l'anno di apertura della procedura, di alcune variabili di bilancio, per le imprese che sono state ammesse a un concordato preventivo, per quelle che sono state assoggettate a fallimento¹² e per quelle che

¹² I valori relativi alle imprese in fallimento possono essere considerati come valori indicativi del "limite superiore" delle relative variabili, poiché per la gran parte delle imprese non sono disponibili i bilanci per l'anno

hanno depositato accordi di ristrutturazione. I dati di bilancio suggeriscono che le imprese che hanno avuto accesso a un concordato preventivo sono più grandi (circa 6 volte in media in termini di attivo) delle imprese fallite, ma sono più piccole (4 volte circa) delle imprese che hanno invece proposto accordi di ristrutturazione. Il dato non sorprende stante la diversa numerosità delle procedure e la ridotta dimensione delle imprese italiane, ma è sintomatico di una complessità di utilizzo degli strumenti negoziali che ne limita il ricorso alle imprese di maggiori dimensioni. Rispetto all'indebitamento, le imprese ammesse a un concordato (o che hanno depositato accordi) sono meno indebitate (il loro *leverage* mediano era di 5 punti percentuali inferiore) ma con una quota maggiore del credito verso le banche (circa 20 punti percentuali in media) rispetto a quelle fallite. Esse sono anche caratterizzate da una maggiore quota delle immobilizzazioni materiali (potenzialmente utilizzabili come garanzia) rispetto alle imprese entrate in fallimento.

Nella Tavola 4 sono riportati i valori di alcune variabili che descrivono le relazioni dell'impresa con il sistema bancario, ricavati dalla Centrale dei Rischi.

Tav. 4

Caratteristiche delle imprese entrate in procedura: credito bancario

(valori medi nei 3 anni precedenti l'apertura della procedura)

| Credito bancario | Concordato preventivo | | | Accordi di ristrutturazione | | | Fallimenti | | |
|-------------------------|-----------------------|---------|------|-----------------------------|---------|-----|------------|---------|-------|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Numero di banche | 7,4 | 6,3 | 1947 | 6,5 | 4,7 | 291 | 3,5 | 2,7 | 37329 |
| Quota banca più esposta | 0,43 | 0,38 | 1947 | 0,57 | 0,51 | 291 | 0,65 | 0,63 | 37329 |
| Quota credito garantito | 0,22 | 0,11 | 1947 | 0,37 | 0,31 | 291 | 0,19 | 0,00 | 37329 |
| Esposizione complessiva | 9396 | 3985 | 1947 | 38002 | 10667 | 291 | 1346 | 427 | 37329 |

Fonte: nostro dataset (per gli accordi di ristrutturazione e i concordati preventivi), Infocamere (per i fallimenti) e Centrale dei Rischi. Per ogni impresa e per ogni variabile si calcola la media semplice delle variabili misurate al momento dell'apertura, e 12, 24,36 e 48 mesi prima dell'apertura della procedura. Quelle riportate sono medie e mediane tra imprese delle variabili a livello d'impresa così ottenute.

Le imprese ammesse a un concordato preventivo (e che hanno proposto accordi di ristrutturazione) sono esposte con un numero maggiore di banche e hanno una minore concentrazione del credito bancario, rispetto a quelle fallite.

Infine nella Figura 5 riportiamo la distribuzione per classi di rischio delle imprese misurata dallo *score* di Cerved calcolato sulla base dei bilanci relativi all'esercizio di due anni prima dell'anno di apertura della procedura. Tra le imprese in concordato, la quota di imprese classificate come "rischiose" due anni prima dell'apertura¹³ era pari al 63,3 per cento, mentre il 30,3 per cento era classificata "vulnerabile" e solo il 6,4 erano classificate come "sicure". La rischiosità delle imprese fallite è comprensibilmente maggiore: quasi l'80 per cento erano classificate come "rischiose" due anni prima della dichiarazione di fallimento.

precedente quello di apertura della procedura. È infatti ragionevole ritenere che la situazione economico-finanziaria per quelle imprese sia peggiore rispetto a quella delle imprese che presentano il bilancio.

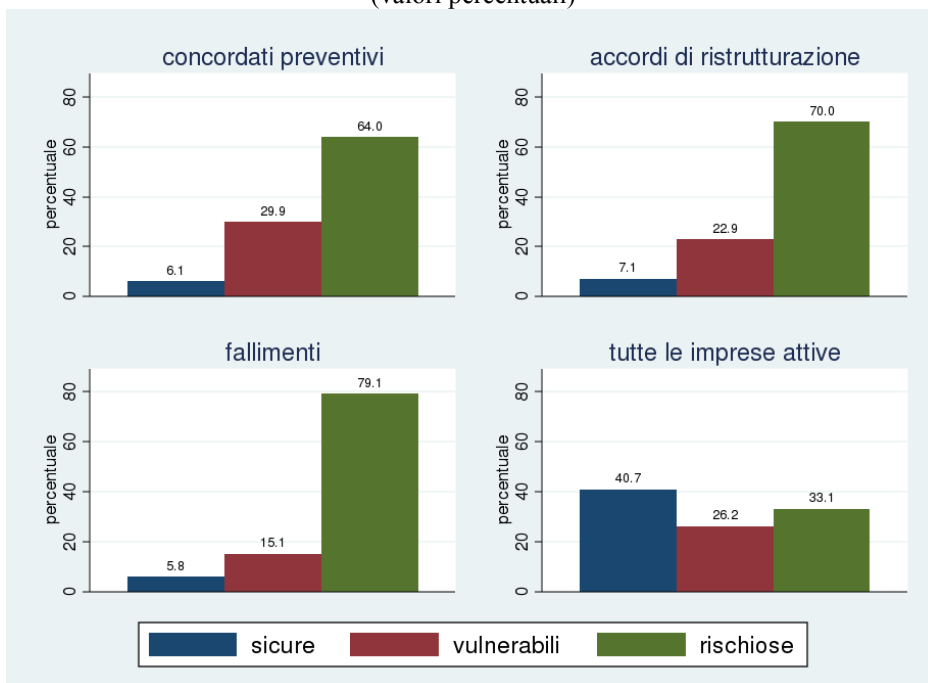
¹³ Si considera la data di presentazione della domanda, prescindendo dal fatto che essa contenga o meno il piano.

Nel complesso, i dati di bilancio e quelli relativi ai rapporti di credito con il sistema bancario indicano una selezione dello strumento concorsuale in funzione del livello di gravità della crisi e del grado di coinvolgimento delle banche.

Fig. 5

Distribuzione della rischiosità delle imprese entrate in procedura

(valori percentuali)



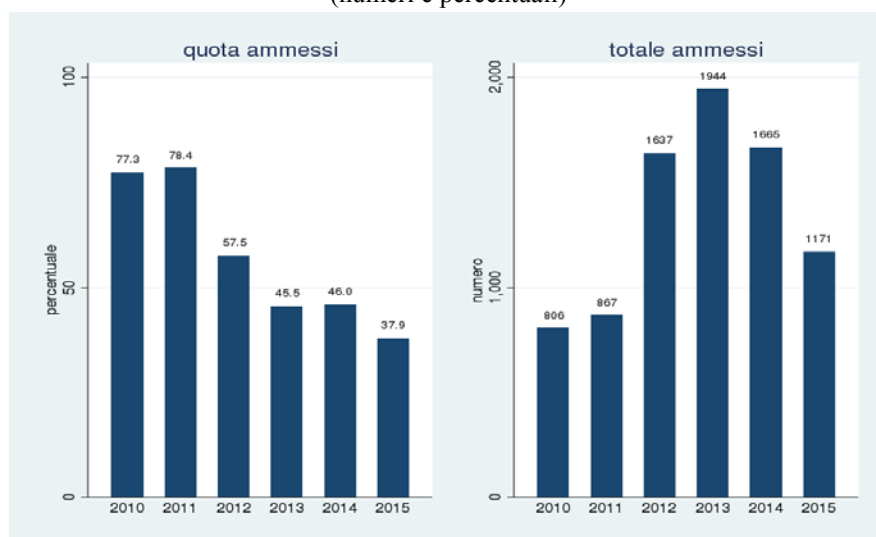
Fonte: nostro dataset (per gli accordi di ristrutturazione), Infocamere (per i fallimenti e i concordati preventivi) e Cerved Group (per i dati di bilancio). Le imprese con *Score* da 1 a 4 sono considerate “sicure”; quelle con valori da 5 a 6 “vulnerabili” e quelle da 7 a 9 “rischiose”. Per le imprese entrate in procedura si considera lo *score* calcolato in base ai bilanci presentati due anni prima dell’anno di apertura del concordato. Il periodo di riferimento è 2010-14.

5. La domanda di concordato e l’ammissione

Domanda e ammissione. – Sulla base dei dati estratti dal PST, nel periodo 2010-2015 il numero di domande di concordato presentate (incluse quelle con riserva) è stato pari a circa 16.000. Nello stesso periodo la percentuale di imprese ammesse alla procedura di concordato è stata pari in media al 50 per cento, ma con rilevanti differenze negli anni. In particolare, dopo l’introduzione nel 2012 del concordato con riserva, a fronte di un numero assoluto più elevato di concordati ammessi, si è avuta una riduzione della quota di concordati ammessi rispetto alle domande presentate, incluse quelle con riserva (fig. 6).

Fig. 6

Domande di concordato con ammissione
(numeri e percentuali)



Fonte: PST. Nota: il dato relativo al 2015 potrebbe risentire del fatto che la momento della rilevazione per alcune procedure non si era concluso l'esame di ammissibilità della domanda.

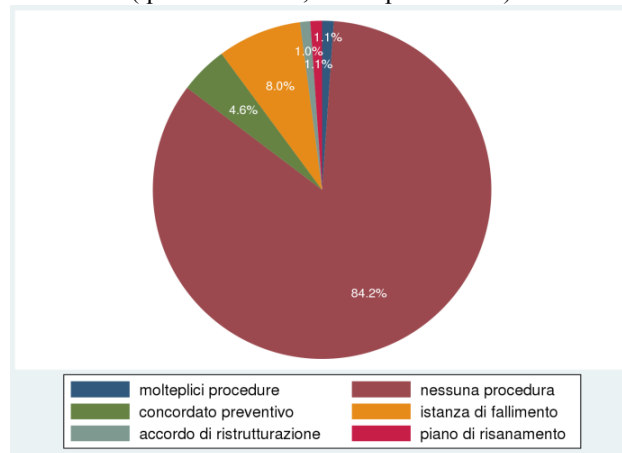
Tale dato risente del fatto che per una parte di concordati con riserva il piano non viene presentato (perché il debitore non è riuscito a formularlo, ha rinunciato alla domanda o ha presentato un accordo di ristrutturazione).

Rapporti con altre procedure. – Come ricordato (fig. 2), il concordato preventivo si colloca in una posizione intermedia tra le varie procedure con riguardo, da un lato, agli ambiti lasciati all'autonomia negoziale delle parti e, dall'altro, al grado di coinvolgimento degli organi giudiziari. Con riferimento a questi aspetti è interessante verificare se, nell'affrontare la crisi, i debitori ricorrono in maniera sequenziale agli strumenti forniti dall'ordinamento (dagli strumenti extra-giudiziari a quelli con grado di coinvolgimento giudiziale crescente). Sulla base dei dati del campione emerge che nell'84 per cento dei casi la domanda di concordato o pre-concordato non è stata preceduta da altre procedure o dall'attivazione di strumenti di natura stragiudiziale; solo nel 7 per cento dei casi la procedura è stata preceduta da un altro concordato o da tentativi di ristrutturazione attraverso un piano di risanamento attestato o accordi di ristrutturazione. Per altro verso, nell'otto per cento dei casi il concordato (o pre-concordato) è stato richiesto in pendenza di un'istanza di fallimento (fig. 7)¹⁴.

¹⁴ Nell'interpretare questi dati è opportuno tenere conto del fatto che le informazioni sulla pre-esistenza di un piano attestato di risanamento possono risultare sottostimate poiché non sono previsti obblighi di pubblicità di tali strumenti e perché i commissari, nel compilare il questionario potrebbero non essere al corrente del ricorso a strumenti stragiudiziali, se non oggetto di *disclosure* del debitore.

Fig. 7

Ricorso ad altre procedure prima del concordato
(quota sul totale; valori percentuali)



Fonte: nostro dataset.

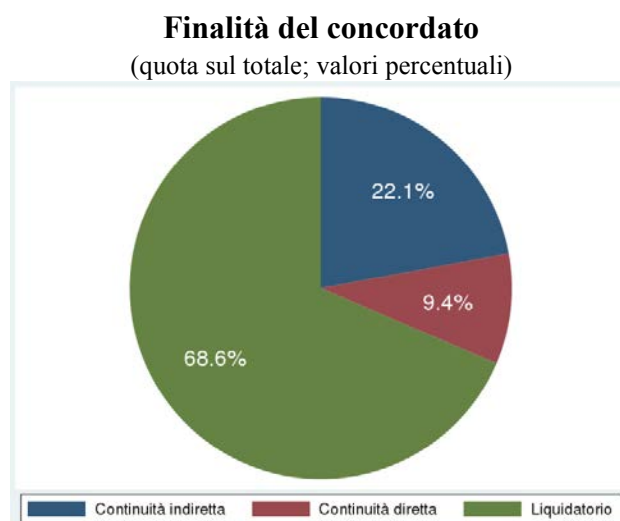
6. Il contenuto dei piani: finalità del concordato, passività e attività, proposte economiche

Finalità del concordato. – La liquidazione è la finalità largamente prevalente nell'uso del concordato preventivo (il 69 per cento dei concordati ha natura liquidatoria). L'obiettivo della continuità dell'attività d'impresa è perseguito nella restante quota di casi, sebbene la continuità diretta – con proseguimento dell'attività in capo allo stesso soggetto che ha avviato la procedura – rappresenti solo il 9 per cento dei casi, mentre la continuità indiretta – con proseguimento dell'attività in capo a un soggetto terzo – ricorre nel 21 per cento dei casi (fig. 8)¹⁵.

Confrontando la ripartizione prima e dopo il 2012, si nota un incremento di circa 7 punti percentuali della quota di concordati in continuità, ascrivibile per la gran parte all'incremento dei concordati in continuità diretta (fig. 9). Questo dato appare legato alla riforma introdotta in quell'anno con l'obiettivo di favorire l'uso dello strumento con finalità di risanamento delle imprese in crisi.

¹⁵ Al di là del dibattito dottrinale sul tema, nel dataset tra le forme di continuità indiretta sono incluse la cessione dell'azienda o di rami d'azienda, o l'affitto prodromico alla cessione.

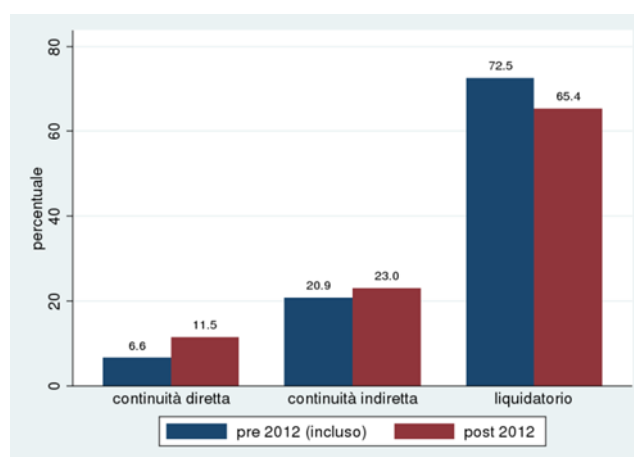
Fig. 8



Fonte: nostro dataset.

Fig. 9

Ripartizione del concordato per finalità prima e dopo il 2012
(quota sul totale; valori percentuali)



Fonte: nostro dataset.

Come prevedibile, le imprese che accedono a un concordato con l'obiettivo di proseguire l'attività si caratterizzano, rispetto alle altre, per la maggiore dimensione (attivo) e per condizioni economico-finanziarie relativamente migliori (redditività, grado di indebitamento) (tav. 5). Considerando i rapporti creditizi (tav. 6), le imprese in concordato in continuità (diretta e indiretta) hanno rapporti creditizi con un numero maggiore di banche e la loro esposizione complessiva è maggiore (rispetto alle imprese in concordato liquidatorio).

Tav. 5

Caratteristiche delle imprese per finalità del concordato: indicatori di bilancio

(valori medi nei 5 anni precedenti l'anno di apertura della procedura)

| Indicatori di bilancio | Continuità indiretta | | | Continuità diretta | | | Liquidatorio | | |
|------------------------------|----------------------|---------|-----|--------------------|---------|-----|--------------|---------|------|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Età (anni) | 27 | 23 | 496 | 26 | 20 | 226 | 26 | 21 | 1420 |
| totale attivo (€ migliaia) | 15603 | 8034 | 428 | 24774 | 10216 | 187 | 11787 | 5235 | 1237 |
| valore aggiunto (€ migliaia) | 2057 | 1147 | 428 | 3193 | 1148 | 187 | 1203 | 542 | 1237 |
| ROA | -0,014 | 0,006 | 428 | -0,002 | 0,010 | 187 | -0,03 | -0,003 | 1237 |
| Coverage | -0,83 | 0,20 | 427 | -7,2 | 0,43 | 186 | -2,65 | -0,16 | 1229 |
| Leverage | 0,88 | 0,88 | 428 | 0,86 | 0,85 | 187 | 0,95 | 0,90 | 1237 |
| Quota credito bancario | 0,47 | 0,49 | 428 | 0,44 | 0,48 | 187 | 0,43 | 0,46 | 1237 |
| Immobil. mat. su attivo | 0,21 | 0,17 | 428 | 0,22 | 0,16 | 187 | 0,19 | 0,11 | 1237 |

Fonte: Cerved Group e nostro dataset.

Tav. 6

Caratteristiche delle imprese per finalità del concordato: credito bancario

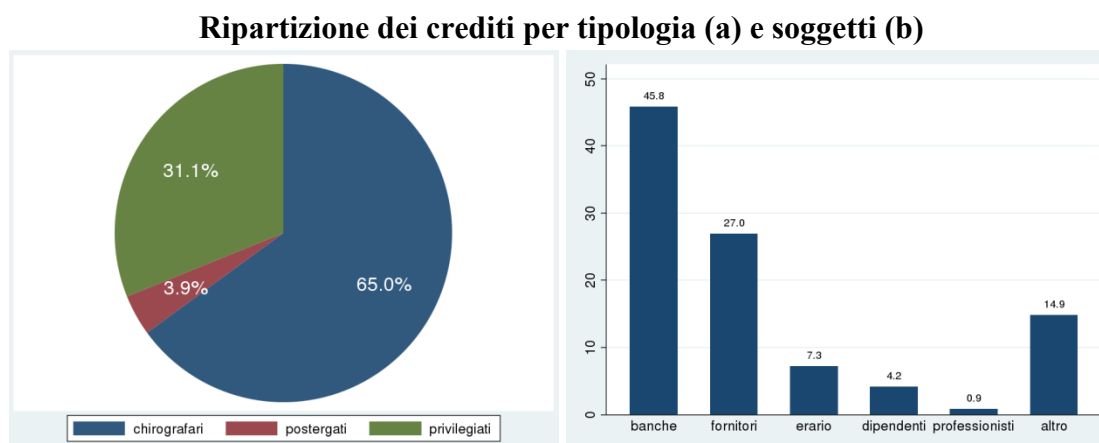
(valori medi nei 5 anni precedenti l'apertura della procedura)

| Credito bancario | Continuità indiretta | | | Continuità diretta | | | Liquidatorio | | |
|-------------------------|----------------------|---------|-----|--------------------|---------|-----|--------------|---------|------|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Numero di banche | 8,4 | 7,5 | 441 | 8,6 | 7,5 | 195 | 6,6 | 5,75 | 1412 |
| Quota banca più esposta | 0,39 | 0,33 | 441 | 0,43 | 0,37 | 195 | 0,47 | 0,41 | 1412 |
| Quota credito garantito | 0,15 | 0,07 | 441 | 0,22 | 0,12 | 195 | 0,22 | 0,10 | 1412 |
| Esposizione totale | 11235 | 5089 | 441 | 14796 | 6547 | 195 | 7913 | 3392 | 1412 |

Fonte: Centrale dei Rischi e nostro dataset.

La composizione del passivo nei piani. – La quota di crediti privilegiati sul totale del passivo è pari a poco più del 30 per cento. Guardando alla ripartizione per tipologia di credito, emerge il ruolo prevalente degli intermediari bancari (46 per cento del passivo), seguita dai fornitori (27 per cento) (fig. 10). I crediti verso i dipendenti e l'erario sono pari rispettivamente al 4 e al 7 per cento, mentre quelli dei professionisti ammontano all'uno per cento.

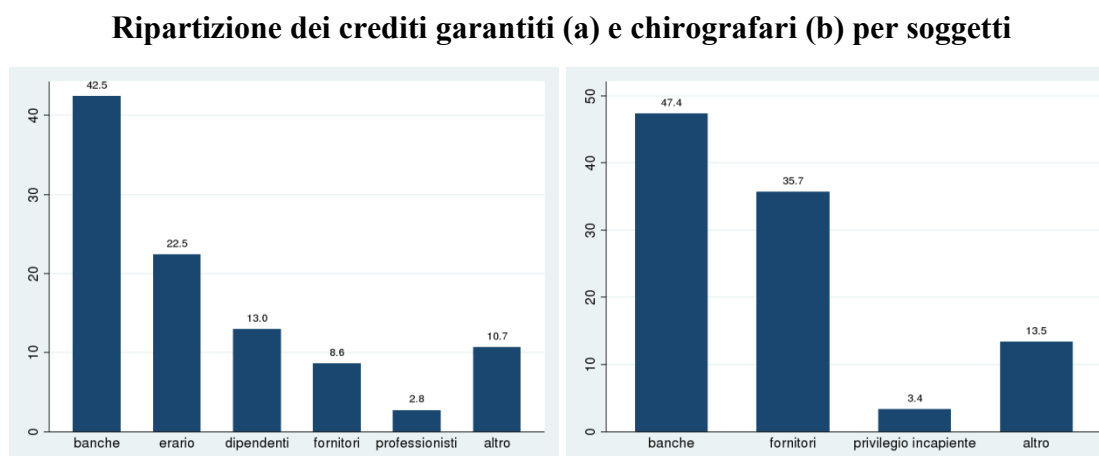
Fig. 10



Fonte: nostro dataset

La quota maggiore di crediti garantiti è detenuta dalle banche (42 per cento), a seguire dall'erario e dai dipendenti. I maggiori detentori di crediti chirografari sono le banche (47 per cento) e i fornitori (36 per cento) (fig. 11).

Fig. 11

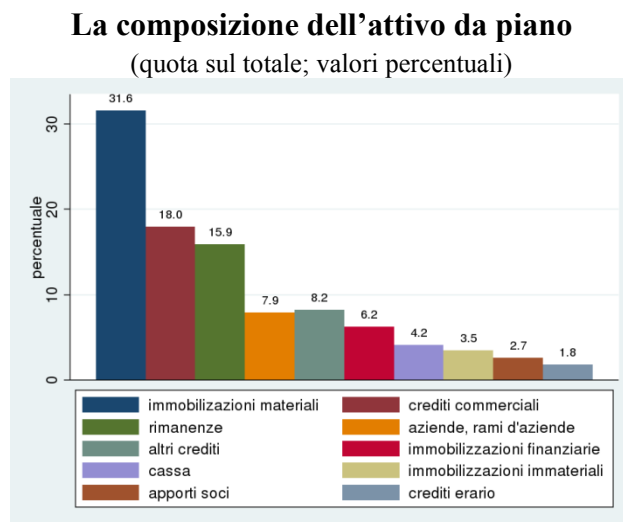


Fonte: nostro dataset.

La composizione dell'attivo nei piani. – La componente principale dell'attivo delle imprese ammesse alla procedura di concordato è costituita dalle immobilizzazioni materiali, seguita dai crediti commerciali e dalle rimanenze (fig. 12). Confrontando la composizione dell'attivo indicata nel piano in base alle finalità del concordato emerge che nei concordati liquidatori la quota delle immobilizzazioni materiali è superiore di più di 10 punti percentuali alla quota dei concordati in continuità. L'apporto di risorse esterne da parte dei soci è pari in media al 2,7 per cento delle attività (1,3 in quelli liquidatori) e ricorre nel 21 per cento dei concordati (22

in quelli liquidatori)¹⁶. La legge delega di riforma delle procedure prevede l'ammissibilità dei concordati liquidatori solo in caso di apporto di risorse esterne.

Fig. 12



Fonte: nostro dataset.

I costi delle procedure. – Nella valutazione di efficienza delle procedure un elemento di rilievo è costituito dai costi diretti. Tra questi i principali riguardano gli organi giudiziari (commissario e liquidatore giudiziale) o gli altri ausiliari (periti e legali). Di interesse è anche il costo dei professionisti che assistono il debitore (*advisor* industriali, finanziari e legali e attestatori). Alla comprensibile critica che tale voce incide sull'attivo a disposizione per il soddisfacimento dei creditori¹⁷ va affiancata la considerazione che l'entità dei compensi incide anche sulla capacità di attrarre professionisti qualificati e quindi sull'andamento e sugli esiti della procedura. L'incidenza media sull'attivo da piano delle spese per prestazioni professionali a favore del debitore è pari al 4,2 per cento (2,9 per cento il valore mediano); la spesa per gli organi giudiziari è pari in media al 5,8 per cento dell'attivo (4,1 il valore mediano).

*Le percentuali di recupero proposte nei piani*¹⁸. – Le proposte nei confronti dei creditori garantiti prevedono percentuali molto prossime al recupero integrale, al netto delle quote eventualmente declassate per incapacienza della garanzia (tav. 7).

¹⁶ Il dataset non censisce specificamente i frutti della continuità. Non è quindi possibile dare concreta misura di quanto incidano.

¹⁷ Talvolta tali costi sono sostenuti dai soci.

¹⁸ Diversamente dal resto del paragrafo, l'analisi delle proposte ai creditori è stata fatta sui soli concordati omologati.

Tassi di recupero proposti per i crediti garantiti
(valori percentuali)

| Soggetto | Liquidatorio | | | Continuità diretta | | | Continuità indiretta | | |
|------------------------------|--------------|---------|------|--------------------|---------|-----|----------------------|---------|-----|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Media ponderata tra soggetti | 98 | 100 | 1222 | 99 | 100 | 164 | 99 | 100 | 389 |
| Banche | 99 | 100 | 610 | 100 | 100 | 87 | 99 | 100 | 198 |
| Fornitori | 98 | 100 | 966 | 99 | 100 | 133 | 98 | 100 | 347 |
| Professionisti | 98 | 100 | 717 | 99 | 100 | 95 | 99 | 100 | 236 |
| Dipendenti | 99 | 100 | 959 | 100 | 100 | 137 | 100 | 100 | 360 |
| Erario | 96 | 100 | 142 | 93 | 100 | 26 | 99 | 100 | 64 |
| Iva da rivalsa | 98 | 100 | 850 | 99 | 100 | 108 | 99 | 100 | 285 |
| Altro | 99 | 100 | 1117 | 99 | 100 | 145 | 99 | 100 | 370 |

Fonte: nostro dataset.

I tassi di recupero proposti ai creditori chirografari sono pari al 29 per cento in media (21 in mediana) per i concordati liquidatori, al 36 per cento (27 in mediana) per i concordati in continuità diretta, al 24 per cento (20 in mediana) per i concordati in continuità indiretta. Non si registrano scostamenti rilevanti tra le diverse categorie di debitori (tav. 8).

Il dato sull'offerta mediana fornisce indicazioni rispetto al possibile impatto dell'introduzione nell'agosto del 2015 della soglia minima di soddisfacimento per i creditori chirografari (20 per cento). Poiché prima dell'introduzione della misura in circa la metà dei concordati la percentuale offerta è stata inferiore a quella prevista dalla soglia, ci si può attendere che la riforma abbia un effetto negativo sul ricorso ai concordati liquidatori.

Tassi di recupero proposti per i crediti chirografari
(valori percentuali)

| Soggetto | Liquidatorio | | | Continuità diretta | | | Continuità indiretta | | |
|------------------------------|--------------|---------|------|--------------------|---------|-----|----------------------|---------|-----|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Media ponderata tra soggetti | 29 | 21 | 1217 | 36 | 27 | 154 | 24 | 20 | 388 |
| Banche | 29 | 22 | 1110 | 38 | 30 | 142 | 25 | 20 | 370 |
| Fornitori | 30 | 22 | 1195 | 38 | 27 | 149 | 25 | 20 | 384 |
| Fondi Rischio | 31 | 21 | 499 | 43 | 27 | 54 | 26 | 21 | 163 |
| Privilegi Incapienti | 23 | 15 | 110 | 28 | 26 | 17 | 14 | 14 | 39 |
| Altro | 30 | 22 | 875 | 34 | 25 | 103 | 25 | 20 | 291 |

Fonte: nostro dataset.

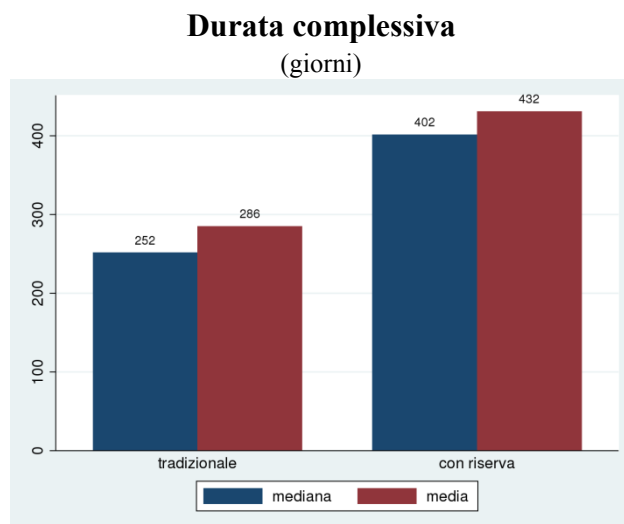
Tempi di esecuzione dei piani. – I piani prevedono un termine esplicito di esecuzione in circa due terzi dei casi¹⁹. La durata media prevista è pari a 33 mesi (mediana 36). La durata mediana è superiore per i piani che prevedono la continuità dell'attività dell'impresa (48 mesi) rispetto ai liquidatori (30) e a quelli che prevedono la continuità indiretta (35); la maggiore durata prevista dei piani dei concordati in continuità è coerente con l'obiettivo di accrescere i flussi di cassa derivanti dalla continuità da distribuire ai creditori.

¹⁹ Solo nel 2012 è stato introdotto l'obbligo di indicare nel piano di concordato i tempi previsti per l'esecuzione (art. 161, c. 1, lett. e, l.f.).

7. Il percorso giudiziale e gli esiti

I tempi del percorso giudiziale. – Nell’analizzare i tempi del percorso giudiziale consideriamo sia la durata complessiva (dalla presentazione della domanda al giudizio di omologazione), sia i diversi segmenti temporali individuati dai principali eventi della procedura (fig. 1), distinguendo tra i concordati “tradizionali” e quelli con riserva.

Fig. 13



Fonte: nostro dataset.

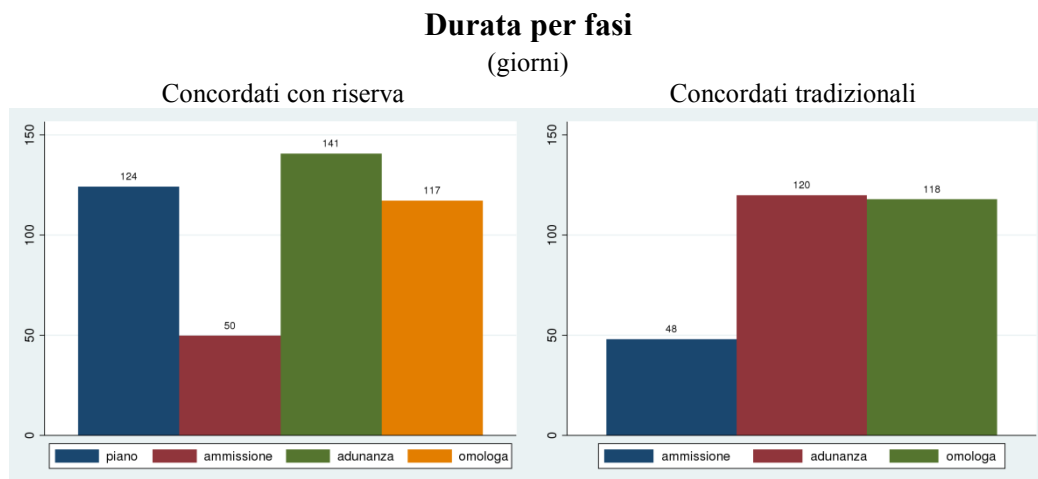
La durata della procedura è pari in media a 432 giorni per il concordato con riserva e a 286 giorni per quelli presentati già con il piano (fig. 13). La legge prevede che l’omologazione debba intervenire entro 9 mesi (prorogabili di ulteriori 60 giorni)²⁰, ancorché si tratti di un termine che viene considerato non perentorio.

Come atteso, la durata media di ciascun segmento non differisce sensibilmente tra le due tipologie considerate; le differenze nella durata complessiva sono da attribuire ai tempi di presentazione del piano che nel concordato con riserva avviene dopo la presentazione della domanda (fig. 14). In media tra la presentazione della domanda e la presentazione del piano intercorrono 124 giorni (in linea con le previsioni di legge²¹).

²⁰ Cfr. art. 181 l.f., il termine è stato portato da 6 a 9 mesi nel 2015 (art. 3, comma 5-bis, D.L. 27 giugno 2015, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2015, n. 132).

²¹ La legge prevede che il piano sia presentato entro un termine fissato dal giudice, compreso tra 60 e 120 giorni, prorogabile di non oltre 60 giorni (art. 161 l.f.).

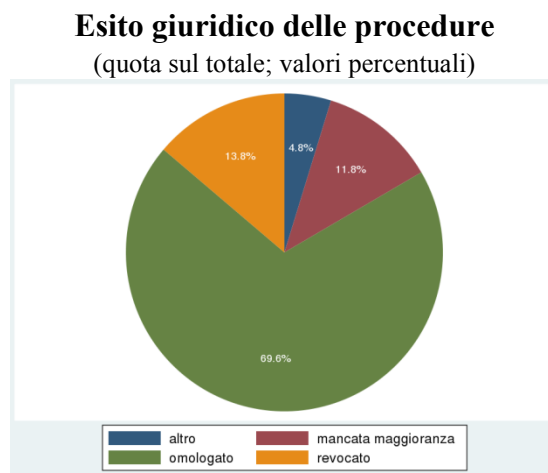
Fig. 14



Fonte: nostro dataset.

Esito giuridico delle procedure. – La percentuale di concordati omologati è pari al 70 per cento; nel 12 per cento dei casi non sono state raggiunte le maggioranze previste dalla legge per l’approvazione da parte dei creditori; nel 14 per cento dei casi il concordato è stato revocato (il tribunale ha interrotto la procedura di concordato a causa di elementi di anomalia o frode)²²; la restante quota di casi (5 per cento) include le rinunce da parte del proponente (fig. 15). Emerge inoltre un’elevata variabilità tra i diversi tribunali: la percentuale varia tra il 46 e l’82 per cento circa²³.

Fig. 15



Fonte: nostro dataset.

²² Il Commissario giudiziale può chiedere la revoca del concordato secondo quanto previsto dall’art. 173 l.f. “se accerta che il debitore ha occultato o dissimulato parte dell’attivo, dolosamente omesso di denunciare uno o più crediti, esposto passività insussistenti o commesso altri atti di frode”.

²³ Il dato è calcolato considerando i soli tribunali per i quali si hanno informazioni su almeno 10 procedure ed escludendo il valore minimo e il valore massimo.

Le informazioni di cui disponiamo non consentono di quantificare in misura puntuale il numero di concordati effettivamente sottoposto al giudizio di omologazione, secondo quanto previsto dall'art. 180 l.f.. Un'indicazione può essere tratta escludendo dal totale i concordati revocati: il tasso di omologa così ottenuto è pari all'82 per cento (i concordati per i quali le maggioranze previste dalla legge per le votazioni dei creditori sono raggiunte sono quasi sempre omologati).

Il parere del commissario giudiziale sul piano è positivo nella gran parte dei casi (86 per cento) e anticipa in genere l'esito della procedura, ancorché vi sia circa l'8,8 per cento di concordati per i quali il commissario ha espresso parere positivo che non vengono omologati (sovente per il voto contrario dei creditori). Nel 31,3 per cento dei casi in cui il parere del commissario è negativo, il concordato ha comunque raggiunto le maggioranze prescritte ed è stato omologato.

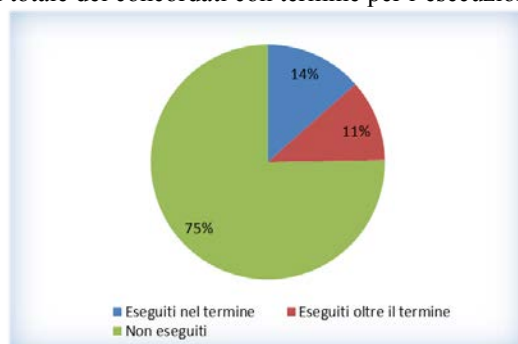
8. L'esito economico

Per valutare l'efficacia dei concordati sotto il profilo economico, consideriamo due diversi aspetti: il grado di completamento e i tassi di recupero per i creditori.

Completamento dei concordati. – Considerando i concordati per i quali il termine per l'esecuzione indicato nel piano è scaduto²⁴, meno di un quarto risultano eseguiti²⁵, di cui poco più della metà entro il termine.

Fig. 16

Esecuzione dei concordati
(quota sul totale dei concordati con termine per l'esecuzione scaduto)



Fonte: nostro dataset.

In caso di mancato rispetto dei termini, ai creditori è concessa la facoltà di chiedere la risoluzione del concordato. Questa opzione viene esercitata raramente (in media nel 17 per

²⁴ Si ricorda che essendo stata la maggior parte delle rilevazioni eseguite nel 2016 le date di riferimento per quanto riguarda l'esecuzione risalgono, per buona parte del dataset, al 2015.

²⁵ Come rilevato nel questionario, si considerano eseguiti i concordati per i quali la liquidazione degli attivi prevista nel piano si è conclusa ed è avvenuto il pagamento dei creditori. Tale definizione differisce da quella giuridica di "concordato adempiuto" che contempla i concordati per i quali il debitore ha tenuto pienamente fede alle proposte contenute nel piano (sia negli importi sia nei tempi).

cento di casi); con maggiore frequenza nei concordati in continuità diretta (30 per cento dei casi).

Il mancato rispetto dei termini per l'esecuzione, in particolare nei concordati liquidatori, è in genere legato alle difficoltà incontrate nella vendita degli attivi. In tale contesto, i creditori spesso preferiscono attendere comunque il realizzo piuttosto che chiedere la risoluzione del concordato e quindi il fallimento. L'assenza di incentivi alla risoluzione e la mancanza di meccanismi che assicurano l'effettività dei concordati determina l'esistenza di un numero rilevante di concordati che rimangono di fatto sospesi.

Nel caso di continuità diretta il recupero per i creditori deriva dalla capacità dell'impresa risanata di produrre reddito. La mancata esecuzione del piano entro i termini può indicare l'insuccesso del tentativo di risanamento: in tale circostanza i creditori hanno incentivi a chiedere la risoluzione.

Le percentuali di recupero effettive. – Le informazioni sui recuperi conseguiti dai creditori sono disponibili per un numero limitato di concordati. Ciò in ragione del fatto che per i concordati aperti negli anni più recenti, che sono anche i più numerosi, l'esecuzione del piano non è ancora giunta a termine (quindi la liquidazione dell'attivo non è stata realizzata o lo è stata solo in parte).

Considerando i concordati eseguiti (anche oltre il termine previsto dal piano), i tassi di recupero sono stati calcolati su circa 120 osservazioni, corrispondenti al 3,5 per cento dei concordati del campione (al 6 per cento dei concordati omologati); il numero di osservazioni considerate è particolarmente esiguo per i concordati in continuità. Sulla base delle principali variabili economico-finanziarie non emergono differenze rilevanti tra il sotto-campione dei concordati per i quali è stato possibile calcolare il tasso di recupero e quello costituito dai concordati omologati.

I tassi di recupero dei crediti assistiti da garanzia (che trovano capienza nell'attivo) sono prossimi al 100 per cento in tutte le tipologie di concordato (tav. 9).

Tav. 9

Tassi di recupero nei concordati eseguiti dei crediti garantiti

(valori percentuali)

| Soggetto | Liquidatorio | | | Continuità diretta | | | Continuità indiretta | | |
|------------------------------|--------------|---------|----|--------------------|---------|----|----------------------|---------|----|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Media ponderata tra soggetti | 94 | 100 | 77 | 96 | 100 | 15 | 94 | 100 | 25 |
| Banche | 88 | 100 | 17 | 100 | 100 | 3 | 90 | 100 | 10 |
| Fornitori | 94 | 100 | 54 | 100 | 100 | 12 | 95 | 100 | 19 |
| Professionisti | 93 | 100 | 42 | 100 | 100 | 10 | 93 | 100 | 15 |
| Dipendenti | 98 | 100 | 50 | 100 | 100 | 12 | 96 | 100 | 23 |
| Erario | 100 | 100 | 6 | 50 | 50 | 2 | 100 | 100 | 2 |
| Altro | 92 | 100 | 62 | 90 | 100 | 14 | 93 | 100 | 23 |

Fonte: nostro dataset.

Per quanto concerne i creditori chirografari, i tassi di recupero sono ovviamente inferiori e variano con la tipologia di concordato (tav. 10). Il tasso di recupero effettivo nei concordati liquidatori è pari in media al 18 per cento. I tassi di recupero effettivi sono più alti nei

concordati in continuità (37 il valore medio nella continuità diretta; 23 nella continuità indiretta).

Tav. 10

Tassi di recupero nei concordati eseguiti dei crediti chirografari
(valori percentuali)

| Soggetto | Liquidatorio | | | Continuità diretta | | | Continuità indiretta | | |
|------------------------------|--------------|---------|----|--------------------|---------|----|----------------------|---------|----|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Media ponderata tra soggetti | 18 | 12 | 77 | 37 | 21 | 14 | 23 | 21 | 24 |
| Banche | 16 | 11 | 64 | 31 | 20 | 13 | 20 | 21 | 23 |
| Fornitori | 18 | 15 | 72 | 40 | 21 | 14 | 24 | 22 | 24 |
| Fondi Rischio | 25 | 6 | 20 | 18 | 18 | 2 | 33 | 22 | 6 |
| Privilegi Incapienti | 14 | 14 | 2 | 20 | 20 | 1 | 4 | 4 | 2 |
| Altro | 19 | 15 | 40 | 22 | 20 | 7 | 25 | 22 | 15 |

Fonte: nostro dataset.

Ulteriori informazioni sui tassi di recupero possono essere ottenute ampliando il campo di osservazione per includere, oltre ai concordati eseguiti, anche quelli senza termine avviati entro la fine del 2013, in modo da comprendere quelli avviati da almeno tre anni alla data di rilevazione dei dati. Il numero di osservazioni sale in questo caso a 445 per i crediti privilegiati e a 332 per i crediti chirografari corrispondenti a circa, rispettivamente, il 30 per cento e il 22 per cento dei concordati omologati del campione.

Anche questi dati indicano un sostanziale soddisfacimento del privilegio (mediana 100%), anche se le medie sono inferiori (tav. 11). In particolare, il privilegio meno soddisfatto è in media quello bancario, segno di difficoltà nell'alienazione degli immobili che costituiscono la tipica garanzia del credito bancario. Per i crediti si confermano le differenze tra tipologie, già precedentemente osservate, e tassi di recupero ovviamente inferiori rispetto ai concordati eseguiti, ma comunque di importo non trascurabile rispetto a quanto promesso nel piano (tav. 12).

Tav. 11

Tassi di recupero nei concordati eseguiti e in quelli aperti prima del 2014 per i crediti garantiti
(valori percentuali)

| Soggetto | Liquidatorio | | | Continuità diretta | | | Continuità indiretta | | |
|------------------------------|--------------|---------|-----|--------------------|---------|----|----------------------|---------|-----|
| | media | mediana | N | media | mediana | N | media | mediana | N |
| Media ponderata tra soggetti | 80 | 100 | 296 | 76 | 100 | 34 | 81 | 100 | 115 |
| Banche | 66 | 100 | 109 | 55 | 100 | 11 | 64 | 100 | 45 |
| Fornitori | 79 | 100 | 220 | 78 | 100 | 32 | 83 | 100 | 92 |
| Professionisti | 84 | 100 | 163 | 78 | 100 | 24 | 88 | 100 | 67 |
| Dipendenti | 86 | 100 | 231 | 85 | 100 | 30 | 93 | 100 | 106 |
| Erario | 71 | 100 | 29 | 100 | 100 | 2 | 68 | 100 | 8 |
| Altro | 75 | 100 | 232 | 82 | 100 | 29 | 75 | 100 | 95 |

Fonte: nostro dataset.

Tassi di recupero nei concordati eseguiti e aperti prima del 2014 per i crediti chirografari
(valori percentuali)

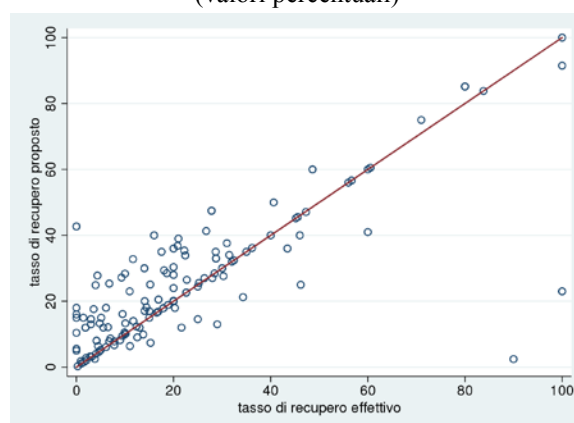
| Soggetto | Liquidatorio | | | Continuità diretta | | | Continuità indiretta | | |
|------------------------------|--------------|---------|-----|--------------------|---------|----|----------------------|---------|----|
| | Media | Mediana | N | Media | Mediana | N | Media | Mediana | N |
| Media ponderata tra soggetti | 15 | 10 | 225 | 21 | 19 | 23 | 12 | 8 | 84 |
| Banche | 15 | 10 | 214 | 18 | 14 | 22 | 11 | 8 | 80 |
| Fornitori | 15 | 10 | 220 | 23 | 25 | 23 | 12 | 8 | 83 |
| Fondi Rischio | 18 | 5 | 65 | 4 | 4 | 4 | 13 | 10 | 26 |
| Privilegi Incapienti | 4 | 4 | 9 | 1 | 1 | 1 | 4 | 1 | 7 |
| Altro | 15 | 6 | 139 | 11 | 5 | 13 | 12 | 6 | 56 |

Fonte: nostro dataset.

Le differenze tra proposte e recuperi effettivi per il credito chirografario nei concordati eseguiti. – Per i crediti chirografari, i tassi di recupero effettivi sono inferiori a quelli proposti in poco più del 50 per cento dei concordati (considerando solo i concordati in cui il tasso effettivo è minore di quello proposto). Il tasso effettivo è in media pari a circa il 60 per cento di quello proposto.

Fig. 17

Tassi di recupero effettivi e proposti nei concordati eseguiti per i crediti chirografari
(valori percentuali)



Fonte: nostro dataset. Note: la linea rossa ha un'inclinazione di 45°, quindi i punti sulla linea rappresentano situazioni di corrispondenza tra tassi proposti e tassi effettivi (i punti al di sopra della linea rappresentano situazioni in cui i tassi proposti sono superiori a quelli effettivi, viceversa per i punti sotto la linea).

9. Le determinanti degli esiti

In questo paragrafo si esaminano le correlazioni tra gli esiti – giuridici ed economici – dei concordati preventivi e alcune caratteristiche delle procedure, dei piani di concordato, delle imprese e dei tribunali dove la procedura di concordato è stata avviata²⁶.

²⁶ Nelle tavole A1 e A2 dell'appendice sono riportate rispettivamente una descrizione dettagliata delle variabili utilizzate e le relative statistiche descrittive.

Tra gli esiti considerati vi sono: la quota di concordati omologati, il tasso di recupero proposto nei piani per i crediti chirografari e lo scarto percentuale tra il tasso di recupero proposto e quello effettivamente realizzato (per i crediti chirografari).

Con riguardo alle caratteristiche delle imprese, nell'analisi si considerano elementi di natura strutturale quali le dimensioni, il settore di attività, la localizzazione geografica e variabili rappresentative della situazione economico-finanziaria ricavate dai bilanci delle imprese (redditività, grado di copertura dell'indebitamento), dai piani (attivo, debiti) e dalla Centrale dei rischi (concentrazione del credito bancario). Dai dati della Centrale dei Rischi è ricavata anche una variabile rappresentativa della "cronicità della crisi" al momento dell'apertura del concordato. In particolare, la variabile misura il tempo trascorso dalle prime difficoltà persistenti nell'adempiere agli obblighi nei confronti dei creditori bancari da parte dell'impresa e l'apertura di un concordato preventivo²⁷. L'ipotesi alla base della misura è che il ritardo nell'affrontare la crisi induca un peggioramento delle condizioni economico-finanziarie dell'impresa. Il valore aggiunto dell'utilizzo di questa misura rispetto alle variabili tratte dai bilanci di esercizio per cogliere la situazione economica dell'impresa è che essa fornisce informazioni anche successive alla pubblicazione dell'ultimo bilancio, quindi più prossime alla data di apertura della procedura²⁸.

Tra le caratteristiche delle procedure e dei piani esaminati figurano: la tipologia di concordato, i costi, le modalità di voto dei piani da parte dei creditori, l'apporto di risorse esterne. Per quanto concerne i tribunali, si considerano le durate dei procedimenti fallimentari e di quelli di cognizione ordinaria, il carico di lavoro, il numero di magistrati.

I risultati delle regressioni sono riportati nelle tavole A3-A5 dell'appendice. Per ogni esito considerato, sono presentati i risultati di 5 diverse specificazioni, ciascuna corrispondente a una colonna delle tavole: nella prima colonna si utilizzano solamente le variabili ricavabili dal nostro dataset e il campione è costituito dalle procedure per cui per cui sono disponibili tutte le informazioni; nella seconda colonna si utilizza la medesima specificazione, utilizzando le procedure per cui sono disponibili anche le informazioni della Centrale dei Rischi; nella terza aggiungiamo tra le variabili esplicative quelle tratte dalla Centrale dei Rischi; nella quarta aggiungiamo anche le variabili prese dai bilanci di fonte Cerved Group; infine nella quinta controlliamo anche per un effetto fisso di tribunale (eliminando le caratteristiche del tribunale dalle esplicative).

²⁷ Si è identificato il momento iniziale delle "difficoltà persistenti" con la data di segnalazione alla centrale dei Rischi nella quale le esposizioni dell'impresa non risultano più tutte *in bonis* e tale situazione permane fino all'apertura della procedura. Più nel dettaglio, un'impresa ha "difficoltà persistenti" se: a) in un dato mese non è *in bonis* (cioè ha almeno una parte del suo credito segnalato come "incaglio", "scaduto", "sconfinato", "ristrutturato" o "sofferenza", con almeno una delle banche con cui è esposta) e b) rimane continuamente in tale situazione da quel mese fino all'apertura della procedura. Il secondo elemento (b) consente di escludere i casi in cui l'impresa ha avuto delle difficoltà temporanee, seguite da periodi potenzialmente anche lunghi in cui riusciva a far fronte ai propri impegni nei confronti del sistema bancario.

²⁸ I dati sulle segnalazioni degli intermediari bancari alla Centrale dei Rischi avvengono con frequenza mensile, mentre i bilanci sono pubblicati con frequenza annuale; inoltre per le imprese prossime ad avviare una procedura concorsuale non sono sempre disponibili dati di bilancio per l'anno precedente l'apertura della procedura.

La quota di concordati omologati. – Come atteso, i risultati indicano che la probabilità di omologa è positivamente correlata con proposte più favorevoli per i creditori, con l'utilizzo del meccanismo del silenzio-assenso²⁹ e con l'erogazione di finanza ponte; ovvero con fattori che favoriscono l'espressione di un voto positivo sulla proposta da parte dei creditori. Essa è inoltre correlata positivamente con l'incidenza delle “spese di giustizia” (per gli organi giudiziari e gli altri ausiliari). La probabilità di omologa è inferiore per i concordati con riserva, dato che una parte significativa di essi non porta all'apertura della procedura di concordato.

Per quanto concerne le variabili economico-finanziarie, emerge una correlazione positiva tra probabilità di omologa e “cronicità della crisi”: tanto migliori sono le condizioni economico-finanziarie al momento dell'apertura della procedura tanto più alta è la probabilità che il concordato sia omologato.

Con riguardo ai tribunali, i risultati indicano che l'eterogeneità nella probabilità di omologa, che si riscontra a livello descrittivo, non dipende dalle loro caratteristiche osservabili quando si controlla per gli altri fattori (le variabili relative ai carichi di lavoro, alle durate e alle dimensioni dei tribunali non risultano statisticamente significative). Tuttavia, confrontando i risultati delle colonne (4) e (5) nella quali si sono introdotti effetti fissi di tribunale, emerge che fattori non osservabili a livello di tribunale (ad esempio, le prassi interpretative) contribuiscono a spiegare parte della variabilità osservata (la componente non spiegata della variabilità si riduce di circa il 10 per cento).

I tassi di recupero proposti. – I risultati delle regressioni confermano innanzitutto le differenze nelle proposte tra le diverse tipologie di concordato emerse a livello descrittivo: le percentuali di recupero sono più elevate per i concordati in continuità diretta rispetto a quelli liquidatori e in continuità indiretta.

Le correlazioni tra le variabili economico-finanziarie e le proposte di recupero sono generalmente quelle attese, anche con riferimento alla misura di “cronicità della crisi”: a migliori condizioni sono associate proposte più favorevoli. Per quanto concerne i rapporti di credito, proposte migliori sono associate con un minore numero di banche coinvolte e con un minore peso della banca principale.

Con riguardo alle caratteristiche del concordato, emergono correlazioni negative tra i tassi proposti e: a) le spese (“di giustizia” e per i professionisti che assistono il debitore) a indicazione del fatto che effettivamente tali spese riducono l'attivo a disposizione dei creditori; b) l'apporto di risorse esterne da parte dei soci (presumibilmente riflettendo la circostanza che l'apporto esterno si ha nelle situazioni in cui le risorse dell'impresa non sono in grado di garantire tassi di recupero soddisfacenti, con la conseguenza che l'apporto esterno rende più accettabile per i creditori la proposta del debitore); c) la presenza di opposizioni al concordato che segnalano “l'insoddisfazione” da parte di alcuni creditori sulle proposte.

Per quanto concerne i tribunali, i tassi di recupero proposti risultano correlati positivamente con la durata delle procedure fallimentari. Ciò potrebbe segnalare che il debitore è disposto a

²⁹ In vigore per i concordati proposti fra l'11 settembre 2012 e il 21 agosto 2015.

offrire maggiori percentuali di recupero del credito per evitare di incorrere nelle lungaggini delle procedure fallimentari.

Lo scarto tra tassi di recupero proposti e tassi effettivi. – I risultati delle regressioni indicano che le differenze tra le proposte e i recuperi effettivi sono inferiori per i concordati in continuità rispetto alle altre tipologie di concordato. Con riguardo agli altri elementi dei piani, emerge che maggiori spese per i professionisti che assistono il debitore sono associate a minori differenze tra tassi proposti ed effettivi. Ciò può essere interpretato considerando che a maggiori compensi corrisponde una maggiore competenza del professionista che si riflette nella maggiore realizzabilità dei piani.

Per quanto concerne le variabili economico-finanziarie, non si riscontrano indicazioni univoche. I segni delle correlazioni sono quelli attesi con riguardo alle redditività e alla “cronicità della crisi”, sono opposti con riguardo all’indicatore di *coverage*.

10. Conclusioni

Questo lavoro fornisce un ampio insieme di evidenze empiriche sull’impiego e sul funzionamento delle procedure di concordato preventivo utili a fornire spunti di riflessione in un momento di possibili significativi sviluppi normativi dello strumento.

Confrontando il ricorso alle diverse procedure di gestione della crisi previste dal nostro ordinamento, il lavoro mostra innanzitutto come la scelta dipenda dalle caratteristiche delle imprese e dal livello della crisi: le imprese che utilizzano strumenti negoziali sono più grandi e al momento del ricorso alla procedura presentano migliori condizioni economico-finanziarie.

Il fatto che gli strumenti concordatari siano trascurati dalle imprese di dimensioni minori può far ritenere che le stesse – e i loro creditori – considerino l’utilizzo di questi strumenti troppo complesso e/o oneroso. Con riguardo ai costi, il lavoro fornisce per la prima volta evidenze empiriche relative all’incidenza sull’attivo a disposizione per il soddisfacimento dei creditori delle spese per gli organi giudiziari e per i professionisti che assistono il debitore. La legge delega persegue l’obiettivo di ridurre i costi introducendo dei limiti quantitativi ai compensi dei professionisti a vantaggio dei creditori. Tale approccio potrebbe però determinare un effetto di selezione avversa nell’affidamento degli incarichi ai professionisti con possibili ripercussioni negative sugli esiti dei concordati.

Le condizioni economico-finanziarie delle imprese che utilizzano le procedure di gestione delle crisi appaiono migliori per le imprese che ricorrono agli accordi di ristrutturazione, intermedie per i concordati e peggiori per i fallimenti. Ciò è in parte fisiologico e correlato alla natura delle diverse procedure poiché è il legislatore stesso ad averle ipotizzate con livello di coinvolgimento giudiziale crescente, in funzione dei diversi livelli di crisi dell’impresa. Le analisi di regressione sui concordati mostrano che migliori performance (con riguardo sia agli esiti giuridici sia agli esiti economici) sono associate a un minor grado di “cronicità della crisi” al momento dell’apertura della procedura.

Con riguardo alle finalità del concordato, l'analisi mostra che esso è prevalentemente utilizzato per la liquidazione delle imprese, presumibilmente anche per effetto delle inefficienze e lungaggini che caratterizzano i fallimenti e che inducono a scegliere il concordato come strumento alternativo alla liquidazione giudiziale. Sotto questo profilo, la riforma ipotizzata che prevede l'esclusione del concordato liquidatorio in assenza dell'apporto di significative risorse esterne, ridurrebbe la possibilità per le parti (debitori e creditori) di utilizzare questo strumento per la gestione delle crisi: l'analisi mostra come le risorse esterne fino ad ora siano intervenute in pochi casi e prevalentemente nelle soluzioni che prevedano (in forma diretta o indiretta) la continuità aziendale. Peraltro, una riduzione nell'utilizzo dei concordati è già avvenuta dopo l'introduzione, nel 2015, della soglia del 20 per cento per le proposte ai creditori chirografari nei concordati liquidatori.

Per quanto concerne gli esiti giuridici dei concordati, emerge che i presidi procedurali previsti dalla normativa determinano un'elevata selezione delle domande, maggiore nella fase di ammissione rispetto a quella dell'omologazione.

Con riguardo ai tassi di recupero dei creditori, il lavoro fornisce per la prima volta evidenze sulla loro entità. Tuttavia, l'assenza di *benchmark* con cui confrontare tali grandezze (ad esempio, i tassi di recupero conseguiti nelle procedure fallimentari da imprese "simili" a quelle che avviano un concordato) e il numero ridotto di osservazioni disponibili impediscono di formulare valutazioni conclusive. I risultati sugli scostamenti tra recuperi proposti e conseguiti e soprattutto sulla bassa percentuale di piani eseguiti mostrano la rilevanza del tema della realizzabilità dei piani. È senz'altro vero che la liquidazione dell'attivo – specie immobiliare – ha scontato le difficili condizioni del mercato nel periodo di riferimento dell'analisi, ma è lecito chiedersi se molti piani non pecchino di ottimismo, perlomeno nella stima dei tempi. Inoltre, la bassa frequenza con cui i creditori, a fronte della mancata esecuzione dei piani, chiedono la risoluzione del concordato, inducendo l'attivazione della procedura fallimentare, sembra indicare che esistono margini per rafforzare le tutele dei creditori nella fase di esecuzione, anche introducendo strumenti che tengano maggiormente conto dei loro incentivi.

Riferimenti bibliografici

Bris A., Welch I., Zhu N. (2006), “The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization”, *Journal of Finance*, v. 61, 3, pp. 1253–1303.

Castelli C., Micucci G., Rodano G., Romano G. (2016), “Il concordato preventivo in Italia: una valutazione delle riforme e del suo utilizzo”, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 316.

Carpinelli L., Cascarino G., Giacomelli S., Vacca V. (2017), “The management of non-performing loans: a survey among the main Italian banks”, *Politica economica/Journal of Economic Policy*, v. 33, 2, pagg. 157-188.

Danovi A., Quagli A. (a cura di) (2015), “*Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*”, Milano, Wolters Kluwer.

Danovi A., Riva P., Azzola M. (2016a), “Alcune osservazioni empiriche sui concordati preventivi del tribunale di Milano”, *Giurisprudenza commerciale*, fasc. 6.

Danovi A., Riva P., Azzola M. (2016), “PAC (Preventive Arrangement with Creditors): a tool to safeguard the Enterprise Value”, *International Journal of Business Research™ IJBR*, vol. 16, n. 2, p. 117-134.

Mazzoleni M. e Venezian M., (a cura di) (2015), “*L'efficacia del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione del debito nell'esperienza dei tribunali lombardi*”, Giappichelli, Torino.

Rodano G., Serrano-Velarde N., Tarantino E., (2016) “Bankruptcy Law and Bank Financing”, *Journal of Financial Economics*, v. 12. 2, pp. 363-382.

Descrizione variabili utilizzate nelle regressioni

| Variabile | Descrizione | Fonte |
|----------------------------------|--|---------------------|
| area geografica | quattro variabili dummy (nord-ovest, nord-est, centro, sud e isole) | nostro dataset |
| settore produttivo | sette variabili dummy (manifattura, commercio, costruzioni, gas e energia, finanziari, trasporti, altro) | nostro dataset |
| dimensione dell'impresa | tre variabili dummy per classe di occupati (1-10, 11-50, più di 50) | nostro dataset |
| tipo di concordato | tre variabili dummy per tipo di concordato (liquidatorio, continuità diretta, continuità indiretta) | nostro dataset |
| attivo | attivo di bilancio (in log) | nostro dataset |
| debito totale | debito totale (in log) | nostro dataset |
| quota debito chiro. | debito chirografari sul debito totale | nostro dataset |
| quota debito banche (tot) | debito complessivo delle banche sul totale del debito | nostro dataset |
| tasso di recupero proposto priv. | tasso di recupero proposto ai creditori privilegiati | nostro dataset |
| tasso di recupero proposto chir. | tasso di recupero proposto ai creditori chirografari | nostro dataset |
| durata fall. (log) | durata delle procedure fallimentari (in log) nel tribunale della procedura | ministero giustizia |
| durata cont. (log) | durata delle procedure della cognizione ordinaria (in log) nel tribunale | ministero giustizia |
| num. giudici (log) | numero di giudici (in log) del tribunale | ministero giustizia |
| num. giudici sq. (log) | quadrato del numero di giudici (in log) del tribunale | ministero giustizia |
| carico di lavoro (log) | fallimenti pendenti (in log) nel tribunale | ministero giustizia |
| con riserva | dummy pari a uno se il concordato è un concordato con riserva | nostro dataset |
| spese professionisti (% attivo) | spesa per professionisti sul totale attivo da piano | nostro dataset |
| spese giustizia (% attivo) | spese del tribunale sul totale attivo da piano | nostro dataset |
| finanza ponte | dummy pari a uno se vi è stato apporto di nuova finanza | nostro dataset |
| apporto soci | dummy pari a uno se vi è stato apporto di nuova finanza da parte dei soci | nostro dataset |
| presenza classi | dummy pari a uno se vi era divisione in classi dei creditori | nostro dataset |
| presenza opposizioni | dummy pari a uno se vi è stata presenza di opposizioni al piano | nostro dataset |
| silenzio assenso | dummy pari a uno se valeva la clausola del silenzio assenso nella votazione sul piano | nostro dataset |
| eseguito | dummy pari a uno se sappiamo che il concordato è stato eseguito (anche in ritardo) | nostro dataset |
| cronicità della crisi (log) | vedi descrizione nel testo | centrale dei rischi |
| numero di banche (log) | numero di banche (in log) affidatarie dell'impresa il mese precedente all'apertura della procedura | centrale dei rischi |
| quota banca piu grande | quota del debito bancario complessivo detenuta dalla banca con maggiore esposizione | centrale dei rischi |
| esposizione garantita (log) | esposizione complessiva con le banche il mese precedente l'apertura della procedura | centrale dei rischi |
| rischio alto | dummy pari a 1 se l'impresa ha uno <i>Score</i> di Cerved maggiore di 6 nell'ultimo bilancio disponibile | CERVED GROUP |
| quota tangibles | quota delle immobilizzazioni materiali sul totale delle immobilizzazioni lorde | CERVED GROUP |
| coverage | rapporto tra EBIT e spesa per interessi | CERVED GROUP |
| ROA | EBIT su totale attivo | CERVED GROUP |

Statistiche descrittive del campione utilizzato per le regressioni

| | media | mediana | deviazione standard | min | max | N |
|---------------------------------------|-------|---------|---------------------|-------|--------|------|
| attivo (migliaia di euro) | 7126 | 2746 | 19096 | 0 | 615421 | 2910 |
| debito totale (migliaia di euro) | 11944 | 4787 | 30933 | 0 | 982609 | 2910 |
| quota debito chiro. | 0,63 | 0,67 | 0,23 | 0 | 1 | 2804 |
| quota debito banche (tot) | 0,42 | 0,43 | 0,24 | 0 | 1 | 2804 |
| nord-ovest | 0,55 | 1 | 0,50 | 0 | 1 | 2910 |
| nord-est | 0,31 | 0 | 0,46 | 0 | 1 | 2910 |
| centro | 0,11 | 0 | 0,30 | 0 | 1 | 2910 |
| tra 11 e 50 addetti | 0,37 | 0 | 0,48 | 0 | 1 | 2910 |
| piu' di 50 addetti | 0,16 | 0 | 0,37 | 0 | 1 | 2910 |
| presenza opposizioni (1) | 0,09 | 0 | 0,28 | 0 | 1 | 2910 |
| silenzio assenso (1) | 0,46 | 0 | 0,50 | 0 | 1 | 2910 |
| presenza opposizioni (2) | 0,10 | 0 | 0,31 | 0 | 1 | 2326 |
| silenzio assenso (2) | 0,53 | 1 | 0,50 | 0 | 1 | 2539 |
| con riserva | 0,44 | 0 | 0,50 | 0 | 1 | 2910 |
| spese professionisti su attivo | 0,047 | 0,030 | 0,056 | 0 | 0,233 | 2910 |
| spese giustizia su attivo | 0,059 | 0,041 | 0,054 | 0 | 0,234 | 2910 |
| finanza ponte | 0,053 | 0 | 0,22 | 0 | 1 | 2910 |
| apporto soci | 0,207 | 0 | 0,40 | 0 | 1 | 2910 |
| presenza classi | 0,245 | 0 | 0,43 | 0 | 1 | 2910 |
| tasso di recupero proposto priv. (%) | 97,5 | 100 | 11,7 | 0 | 100 | 2595 |
| tasso di recupero proposto chiro. (%) | 27,9 | 20,5 | 23,4 | 0 | 100 | 2554 |
| liquidatorio | 0,68 | 1 | 0,47 | 0 | 1 | 2910 |
| continuità diretta | 0,10 | 0 | 0,29 | 0 | 1 | 2910 |
| durata fallimenti (gg.) | 2569 | 2393 | 1033 | 1087 | 7039 | 60 |
| durata contenzioso (gg.) | 886 | 847 | 289,7 | 415,1 | 1502 | 60 |
| numero giudici | 48,7 | 27,5 | 70 | 8 | 379 | 60 |
| carico di lavoro | 1120 | 770 | 1142 | 88 | 6114 | 60 |
| numero di banche | 7,3 | 6 | 4,8 | 1 | 36 | 2028 |
| quota banca più grande | 0,44 | 0,38 | 0,23 | 0,11 | 1 | 2028 |
| esposizione garantita | 0,22 | 0,10 | 0,28 | 0 | 1 | 2028 |
| cronicità della crisi (mesi) | 9,9 | 5 | 12,6 | 0 | 48 | 2081 |
| rischio alto | 0,89 | 1 | 0,30 | 0 | 1 | 1723 |
| quota tangibles | 0,24 | 0,14 | 0,25 | 0 | 0,93 | 1723 |
| coverage | -6,1 | -3,0 | 12,5 | -88 | 17,8 | 1705 |
| ROA | -0,25 | -0,10 | 0,44 | -2,75 | 0,18 | 1723 |

Fonte: vedi Tav. A1. Il campione utilizzato per le regressioni è composto dalle procedure per le quali non vi era stata alcuna procedura antecedente al concordato. Note: (1) Inclusi valori mancanti (considerati come assenza di opposizioni o di silenzio assenso). (2) Esclusi valori mancanti.

Tasso di omologa

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|-----------------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| liquidatorio | 0,0054 (0,0164) | 0,0006 (0,0118) | -0,0086 (0,0132) | -0,0119 (0,0173) | -0,0166 (0,0195) |
| continuita' diretta | -0,0351 (0,0372) | -0,0608* (0,0341) | -0,0629 (0,0395) | -0,0564 (0,0349) | -0,0510 (0,0339) |
| tra 11 e 50 addetti | 0,0365** (0,0166) | 0,0465* (0,0259) | 0,0432 (0,0352) | 0,0533 (0,0359) | 0,0655* (0,0367) |
| piu' di 50 addetti | 0,0110 (0,0243) | 0,0250 (0,0482) | 0,0206 (0,0592) | 0,0459 (0,0550) | 0,0499 (0,0521) |
| attivo (log) | 0,0026 (0,0119) | 0,0032 (0,0117) | 0,0085 (0,0135) | 0,0034 (0,0118) | 0,0073 (0,0157) |
| debito tot. (log) | -0,0025 (0,0077) | 0,0029 (0,0121) | 0,0230** (0,0093) | 0,0210*** (0,0069) | 0,0135 (0,0088) |
| quota debito chiro | 0,1043*** (0,0337) | 0,1094** (0,0389) | 0,0958 (0,0609) | 0,1049 (0,0594) | 0,1209* (0,0615) |
| quota debito banche (tot) | -0,0035 (0,0179) | -0,0355 (0,0288) | 0,0020 (0,0409) | -0,0025 (0,0729) | 0,0111 (0,0758) |
| tasso di recupero proposto priv. | 0,0024** (0,0009) | 0,0022* (0,0011) | 0,0020 (0,0012) | 0,0021** (0,0009) | 0,0025*** (0,0008) |
| tasso di recupero proposto chiro. | 0,0035*** (0,0004) | 0,0033*** (0,0004) | 0,0030*** (0,0003) | 0,0030*** (0,0004) | 0,0028*** (0,0004) |
| durata fall. (log) | 0,0608** (0,0253) | 0,0467 (0,0456) | 0,0523 (0,0395) | 0,0536 (0,0447) | |
| durata cont. (log) | 0,0033 (0,0420) | 0,0153 (0,0420) | 0,0185 (0,0407) | 0,0233 (0,0586) | |
| num. giudici (log) | 0,0381 (0,1225) | 0,0851 (0,0947) | 0,0861 (0,0930) | 0,1275 (0,1098) | |
| num. giudici sq. (log) | -0,0036 (0,0128) | -0,0106 (0,0090) | -0,0101 (0,0089) | -0,0145 (0,0116) | |
| carico di lavoro (log) | 0,0210 (0,0194) | 0,0263 (0,0307) | 0,0169 (0,0279) | 0,0114 (0,0292) | |
| con riserva | -0,0839** (0,0338) | -0,0887** (0,0350) | -0,0916** (0,0328) | -0,1214** (0,0412) | -0,1135** (0,0422) |
| spese professionisti (% attivo) | -0,2088 (0,2463) | -0,2243 (0,1998) | -0,1590 (0,2299) | -0,3656 (0,2076) | -0,3427 (0,2388) |
| spese giustizia (% attivo) | 0,6193** (0,2455) | 0,7401*** (0,2289) | 0,8370*** (0,2502) | 0,8222*** (0,2162) | 0,8041*** (0,2302) |
| finanza ponte | 0,0245* (0,0114) | 0,0756*** (0,0193) | 0,0661*** (0,0186) | 0,0645* (0,0299) | 0,0675* (0,0324) |
| apporto soci | 0,0239 (0,0310) | 0,0245 (0,0255) | 0,0209 (0,0256) | 0,0177 (0,0302) | 0,0211 (0,0283) |
| presenza classi | 0,0184 (0,0135) | 0,0122 (0,0203) | 0,0175 (0,0199) | 0,0122 (0,0230) | 0,0108 (0,0229) |
| presenza opposizioni | 0,0541** (0,0240) | 0,0495* (0,0236) | 0,0479* (0,0242) | 0,0444 (0,0401) | 0,0482 (0,0422) |
| silenzio assenso | 0,5108*** (0,0361) | 0,5102*** (0,0398) | 0,5074*** (0,0424) | 0,5117*** (0,0570) | 0,5067*** (0,0583) |
| cronicità della crisi (log) | | | -0,0317*** (0,0056) | -0,0351*** (0,0057) | -0,0313*** (0,0058) |
| numero di banche (log) | | | -0,0654 (0,0370) | -0,0787* (0,0418) | -0,0889* (0,0437) |
| quota banca piu grande | | | -0,0658 (0,0888) | -0,0637 (0,0720) | -0,0988 (0,0730) |
| esposizione garantita (log) | | | -0,0163 (0,0481) | -0,0097 (0,0442) | -0,0024 (0,0502) |
| rischio alto | | | | -0,0273 (0,0472) | -0,0261 (0,0469) |
| quota tangibles | | | | 0,0153 (0,0337) | 0,0266 (0,0391) |
| coverage | | | | 0,0001 (0,0005) | -0,0001 (0,0005) |
| ROA | | | | -0,0115 (0,0144) | -0,0113 (0,0131) |
| costante | -0,7067 (0,4932) | -0,8670** (0,3727) | -1,0549** (0,3562) | -0,9721** (0,3399) | 0,1293 (0,2252) |
| N | 2019 | 1721 | 1676 | 1389 | 1389 |
| R2 | 0,30 | 0,31 | 0,31 | 0,34 | 0,37 |

Tasso di recupero dei crediti chirografari proposto

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|---------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| liquidatorio | 2,8697** (1,2227) | 3,9245*** (0,5033) | 2,9661*** (0,5450) | 2,8191*** (0,6073) | 2,9274*** (0,6043) |
| continuita' diretta | 11,0639*** (2,0649) | 12,4140*** (2,7607) | 12,0635*** (2,9933) | 11,4113*** (1,9452) | 11,4353*** (2,0137) |
| tra 11 e 50 addetti | -4,6075*** (1,5012) | -4,0002** (1,5041) | -3,2185** (1,4323) | -1,7700 (1,1035) | -1,2540 (0,9596) |
| piu' di 50 addetti | -3,8113* (1,9862) | -1,8632 (1,9126) | -1,0615 (1,4870) | 0,4941 (1,8374) | 0,7633 (1,7892) |
| attivo (log) | 4,2215*** (0,6597) | 3,6191*** (0,6522) | 3,4894*** (0,7186) | 2,3012** (0,8277) | 2,5614** (0,8989) |
| debito tot. (log) | -3,8758*** (0,6815) | -3,5924*** (0,5447) | -2,0635** (0,7071) | -1,3439* (0,7184) | -1,5565** (0,6114) |
| quota debito chiro | -13,5087*** (2,7586) | -17,2826*** (2,1290) | -17,8350*** (3,1160) | -8,4224*** (2,6013) | -7,7499** (2,7522) |
| quota debito banche (tot) | 4,3021 (3,2260) | 4,2210** (1,7483) | 10,0890*** (2,3588) | 6,8069*** (1,7712) | 6,9408*** (1,8559) |
| durata fall. (log) | 5,4827* (2,7854) | 6,1357** (2,7517) | 6,8541** (2,6957) | 8,5899** (3,2905) | |
| durata cont. (log) | 1,5469 (2,3903) | 2,2435 (3,1939) | 1,8277 (3,2632) | 3,7087 (3,4385) | |
| num. giudici (log) | -0,0809 (10,0824) | -3,2884 (8,8125) | -4,5744 (7,8059) | -12,8667 (9,2323) | |
| num. giudici sq. (log) | -0,2886 (1,0440) | 0,0619 (0,9165) | 0,1672 (0,8416) | 1,1780 (0,9897) | |
| carico di lavoro (log) | 2,4340 (1,5186) | 2,2153 (2,3941) | 2,5743 (1,9586) | 2,8006* (1,4062) | |
| con riserva | -1,5124* (0,7689) | -1,3917 (1,0309) | -1,6716* (0,7898) | -1,7019** (0,6187) | -1,9130*** (0,5931) |
| spese professionisti (% attivo) | -24,9342 (17,5901) | -20,3023 (16,2198) | -22,4096 (18,1794) | -29,2829** (11,2236) | -22,5627** (9,6215) |
| spese giustizia (% attivo) | -25,5726** (10,2047) | -23,1992* (11,6590) | -22,6201 (13,6676) | -26,8582** (11,1448) | -18,4004** (7,2035) |
| finanza ponte | -3,5931* (1,8116) | -2,2490 (1,6459) | -2,3970 (1,7399) | 0,1056 (2,8129) | 0,5159 (2,7431) |
| apporto soci | -7,7403*** (0,9878) | -7,8625*** (1,0121) | -7,4933*** (1,0910) | -6,7417*** (0,9012) | -7,0414*** (1,0133) |
| presenza classi | -2,0564 (1,2541) | -2,5008** (1,1544) | -1,8749* (0,8894) | -0,9790 (0,7088) | -1,2043 (1,0828) |
| presenza opposizioni | -4,3092*** (1,2664) | -5,2047*** (1,1773) | -4,5923*** (1,1961) | -3,0187* (1,6388) | -3,3303* (1,6287) |
| silenzio assenso | 2,2523* (1,1067) | 2,8667*** (0,8216) | 2,8562*** (0,9016) | 1,4661 (1,0751) | 1,0477 (1,0419) |
| cronicità della crisi (log) | | | -1,5746*** (0,3816) | -1,2981*** (0,2557) | -1,3025*** (0,2536) |
| numero di banche (log) | | | -6,5523*** (1,3770) | -5,7443** (2,2040) | -6,2694** (2,1932) |
| quota banca più grande | | | -9,8179** (3,6607) | -9,1292** (4,0211) | -10,6222** (3,9632) |
| esposizione garantita (log) | | | -1,3332 (3,4914) | -3,7101 (3,0424) | -2,9314 (2,7662) |
| rischio alto | | | | -8,0346*** (1,7193) | -7,4430*** (1,7785) |
| quota tangibles | | | | 11,4619*** (2,9627) | 11,6947*** (2,7129) |
| coverage | | | | -0,0602 (0,0381) | -0,0612* (0,0344) |
| ROA | | | | 2,7362*** (0,7272) | 3,0301*** (0,7381) |
| costante | -16,0437 (36,6273) | -11,1013 (40,6649) | -18,1607 (43,0037) | -24,8618 (52,5760) | 68,0196*** (9,3299) |
| N | 2553 | 1839 | 1791 | 1487 | 1487 |
| R2 | 0,21 | 0,21 | 0,23 | 0,25 | 0,30 |

Scarto tra tasso di recupero proposto e tasso effettivo

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|---------------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
| liquidatorio | 0,0304 (0,0989) | 0,0905 (0,0994) | 0,1359 (0,1217) | -0,0133 (0,0730) | -0,0064 (0,0735) |
| continuita' diretta | -0,8581 (0,4845) | -1,4138* (0,7927) | -1,3825* (0,7361) | -0,1547 (0,0991) | -0,1955* (0,0977) |
| tra 11 e 50 addetti | 0,3293** (0,1455) | 0,4004** (0,1727) | 0,3935** (0,1797) | 0,0045 (0,0539) | -0,0046 (0,0802) |
| piu' di 50 addetti | 0,3959 (0,2635) | 0,7178 (0,4191) | 0,7958 (0,4727) | -0,1226** (0,0544) | -0,0861 (0,0531) |
| attivo (log) | -0,1337** (0,0454) | -0,2213* (0,1080) | -0,1936* (0,0941) | -0,0152 (0,0131) | -0,0112 (0,0161) |
| debito tot. (log) | -0,0305 (0,0498) | -0,0203 (0,0245) | -0,0628 (0,0612) | 0,0438 (0,0502) | 0,0433 (0,0470) |
| quota debito chiro | -0,5294 (0,4055) | -0,9067 (0,7485) | -0,6791 (0,6394) | -0,1252 (0,2435) | -0,0832 (0,2518) |
| quota debito banche (tot) | 0,8112* (0,4531) | 1,4725* (0,7867) | 0,9816* (0,5477) | -0,2293 (0,2099) | -0,3416 (0,2532) |
| durata fall. (log) | 0,0368 (0,1420) | -0,0236 (0,2274) | -0,0986 (0,2537) | -0,1140 (0,1698) | |
| durata cont. (log) | -0,1186 (0,1549) | -0,1139 (0,2407) | -0,2161 (0,2876) | 0,3064* (0,1630) | |
| num. giudici (log) | 0,0614 (0,2874) | 0,9764 (0,6470) | 1,6586 (0,9745) | -0,0630 (0,2239) | |
| num. giudici sq. (log) | -0,0096 (0,0292) | -0,0891 (0,0612) | -0,1595 (0,0986) | 0,0178 (0,0228) | |
| carico di lavoro (log) | -0,0904 (0,0836) | -0,2995* (0,1635) | -0,3407** (0,1432) | -0,1802* (0,0844) | |
| con riserva | 0,1780*** (0,0506) | 0,2714** (0,0904) | 0,2751* (0,1441) | 0,0238 (0,0326) | -0,0042 (0,0368) |
| spese professionisti (% attivo) | -0,2280 (0,3547) | 0,7625 (1,4496) | 1,2244 (1,7650) | -1,2076** (0,4693) | -1,5535*** (0,5042) |
| spese giustizia (% attivo) | -2,6481*** (0,5289) | -4,6325** (1,6831) | -3,8704*** (1,2266) | -1,5816 (0,9301) | -1,4650 (0,9696) |
| finanza ponte | 0,2235** (0,0852) | 0,2150 (0,1416) | 0,1376 (0,1754) | 0,0312 (0,1262) | -0,0078 (0,1285) |
| apporto soci | 0,1250 (0,1135) | 0,2065 (0,2113) | 0,2067 (0,1745) | -0,0902 (0,0633) | -0,0877 (0,0775) |
| presenza classi | -0,0992* (0,0549) | -0,1882 (0,1814) | -0,1712 (0,1692) | 0,0636*** (0,0194) | 0,0745** (0,0269) |
| presenza opposizioni | 0,3414 (0,2793) | 0,4279 (0,3265) | 0,3849 (0,2919) | -0,0357 (0,0320) | -0,0318 (0,0370) |
| silenzio assenso | -0,0182 (0,1077) | -0,0515 (0,0633) | -0,1550 (0,1404) | -0,0653 (0,1347) | -0,0497 (0,1421) |
| eseguito | -0,3200*** (0,0680) | -0,3605*** (0,0621) | -0,3219*** (0,0479) | -0,0830 (0,1265) | -0,0842 (0,1340) |
| cronicità della crisi (log) | | | 0,1412** (0,0633) | 0,0507** (0,0233) | 0,0560* (0,0280) |
| numero di banche (log) | | | -0,2530* (0,1306) | -0,0412 (0,1023) | -0,0007 (0,1185) |
| quota banca piu grande | | | -1,7439** (0,6131) | -0,2240 (0,3011) | -0,1704 (0,2734) |
| esposizione garantita (log) | | | 0,9997* (0,4984) | 0,1031 (0,3304) | 0,0381 (0,3530) |
| rischio alto | | | | -0,1044 (0,0692) | -0,1106 (0,0965) |
| quota tangibles | | | | 0,0403 (0,0964) | 0,0656 (0,0988) |
| coverage | | | | 0,0057*** (0,0016) | 0,0058*** (0,0019) |
| ROA | | | | -0,1750** (0,0769) | -0,1805* (0,0900) |
| costante | 3,7593 (2,2772) | 4,2693 (2,7206) | 5,2256 (3,5160) | 0,4354 (1,8747) | 0,6715 (0,7518) |
| N | 588 | 396 | 387 | 326 | 326 |
| R2 | 0,15 | 0,20 | 0,22 | 0,23 | 0,29 |