

**ALESSANDRO DANOVÌ**

è professore di Economia e Gestione delle Imprese presso l'Università di Bergamo. All'Università Bocconi insegna Gestione della Crisi e dei Processi di Risanamento. Direttore dell'Osservatorio Crisi e Risanamento delle Imprese e coordinatore del Gruppo di Studio e Attenzione sulle Crisi d'impresa di AIDEA. alessandro.danovi@danovi.it

**VALTER CONCA**

è professore presso il Dipartimento di Management e Tecnologia dell'Università Bocconi. Insegna nei corsi di Economia Aziendale e Gestione delle Imprese e di Management delle Acquisizioni. Docente Senior di Corporate Finance presso la SDA Bocconi e Direttore del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita. valter.conca@sdabocconi.it

**LUCA RIVA**

è laureato al MSc Accounting, Financial Management and Control presso l'Università Bocconi. È analista presso Alvarez & Marsal Italia. lriva@alvarezandmarsal.com

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis della legge fallimentare

Un'analisi empirica

Tra gli strumenti di gestione delle crisi, gli accordi di ristrutturazione dei debiti hanno assunto negli ultimi anni sempre maggiore rilevanza. Un'analisi sui principali tribunali del Nord Italia tra il 2005 e il 2014 mostra che gli accordi appaiono funzionare nel caso di società strutturate, con elevata esposizione debitoria e in presenza di un numero significativo di banche coinvolte. Dal punto di vista del debitore le ristrutturazioni di successo sono accompagnate da parziali modifiche nell'organizzazione, interventi di riduzione dei costi e una focalizzazione sull'attività principale, sebbene, in media, i debitori escano dalle ristrutturazioni con una leva elevata.

Parole chiave: ristrutturazione dei debiti, turnaround, crisi d'impresa, legge fallimentare

The Debt Restructuring Agreements Under 182-bis of Italian Insolvency Law: An Empirical Study

In 2014 the financial crisis led in Italy around 4700 companies to file for preventive arrangements and debt restructuring agreements. An analysis on filing under 182-bis of Italian Insolvency Law shows that structured companies with large debt exposure and a significant number of banks involved in the restructuring process have a higher probability of success. From the borrower's standpoint, debt restructuring is accompanied, in the most successful cases, by changes of internal organization, cost reduction, and focus on core business, although, on average, borrowers exit restructurings with high leverage.

Keywords: debt restructuring, turnaround, corporate crisis, Italian Bankruptcy Law

* L'articolo presenta una sintesi della ricerca «Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.f.» presentata nel convegno tenutosi il 15 marzo 2015 presso l'Università Bocconi. La ricerca è stata possibile grazie al sostegno finanziario di Alvarez & Marsal, Sgaravato Studio Legale e Tributario, Banca Finint, Banca IFIS, Cerved, Studio GMR e Studio Prof. Ambrosini; un ringraziamento particolare al dott. A. Bianchi ed al dott. E. Sgaravato per il prezioso contributo alla discussione dei risultati.

Le crisi sono da sempre una componente endemica nel ciclo di vita delle imprese: a periodi di crescita seguono, infatti, momenti di difficoltà e di conseguente rivoluzione organizzativa che stressano la capacità del management nel gestire la discontinuità. La recente crisi di mercato in Europa ha evidenziato anche in Italia una debolezza strutturale nell'affrontare processi di cambiamento. I numeri sono chiari: nel 2014 ben 86.000 aziende sono state poste in liquidazione, 15.650 sono state assoggettate a fallimento, oltre 4700 hanno fatto domanda di concordato preventivo.

In questa situazione gli strumenti di gestione della crisi d'impresa hanno acquisito nuova e più ampia rilevanza, giovandosi delle numerose modifiche apportate alla legge fallimentare (l.f.) a partire dal 2005.

Tra i nuovi strumenti, l'istituto degli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.f., introdotto nel 2005 e modificato nel 2010 e nel 2012, ha suscitato l'interesse generale per le caratteristiche di incentivo alla ricerca di una soluzione negoziale, che agevoli anche l'eventuale concessione di nuova finanza e la protezione delle attività della società in crisi.

Ad oggi, a fronte di un'ampia riflessione giuridica, la letteratura economica è tuttora esigua, sia per la relativa novità dell'argomento, sia per la difficoltà di recuperare i dati empirici relativi (1). Il presente contributo mira a colmare in parte questo gap, utilizzando come campione tutte le domande depositate in sedici tribunali del Nord Italia tra il 2009 e il 2014. L'analisi definisce le caratteristiche delle società che hanno presentato gli accordi, i contenuti dei piani di ristrutturazione, i fattori critici di successo e la partecipazione dei diversi portatori d'interesse nel supportare la ristrutturazione.

Nell'articolo, il tema viene affrontato partendo da un'ottica aziendale per comprendere le difficoltà del management nella gestione della discontinuità; segue una panorami-

ca del contesto regolamentare italiano e una ricognizione della letteratura internazionale di riferimento. Si passa quindi ad affrontare la metodologia della ricerca empirica e le ipotesi, per discutere poi i risultati, sia in termini di analisi descrittiva che statistica. Vengono infine presentate le prime conclusioni della ricerca, che potranno essere oggetto di approfondimenti futuri, anche in rapporto a un'estensione del campione di ricerca all'intero territorio italiano.

Tra le principali lezioni apprese, risulta evidente:

- una necessità da parte del management di saper cogliere i segnali negativi che si presentano già diversi anni prima della crisi conclamata;
- che il supporto delle banche e dei creditori in generale è necessario e si deve basare sulle potenzialità di crescita futura della società e sulle capacità del management;
- che il supporto dei creditori non viene senza un costo: al fine di avere una ristrutturazione incisiva, anche i soci devono sopportare e partecipare a determinate rinunce.

Il ruolo del management nelle crisi e il contesto regolamentare italiano

Se è vero che l'introduzione di nuove procedure e prassi può contribuire a salvare alcune imprese, è altrettanto vero che la ristrutturazione finanziaria si pone come naturale conseguenza di un problema industriale che il management non riesce a risolvere.

Osservando da vicino il percorso delle imprese in crisi ci si rende conto dell'esistenza di un *vulnus* tra la rilevanza del fenomeno-crisi e la percezione di una difficoltà del management a vivere tale contesto: la sensazione è che la gestione della crisi non sia «nel DNA del management».

Una prima spiegazione risiede nel fatto che il contesto di crisi del nostro paese si è configurato solo di recente in tutta la sua gravità:

(1) Sull'argomento si vedano Danovi e Quagli (2012); Danovi e Masetti (2012); Danovi (2014).

(2) Il deficit di competenze è ulteriormente aggravato dalla carenza di iniziative di formazione

universitaria e postgraduate utili per aiutare le aziende in crisi: basti pensare che da una ricerca *ad hoc* su questo tema emerge che nelle prime sei business school europee il peso dei

programmi di formazione manageriale su questi temi appare relegato a pochi *elective* e che nessuna di esse ha un corso *core* di *restructuring* nel programma MBA.

molti manager hanno vissuto esperienze di aziende in crescita e non sono abituati a operare in situazioni di grande difficoltà. Il problema è aggravato dalla considerazione che lo scivolamento graduale verso situazioni di difficoltà potrebbe, se percepito, essere interrotto da interventi di cambiamento anticipati. Tuttavia, l'esperienza insegna che, pur nella convinzione che sia meglio affrontare la sfida del cambiamento piuttosto che quella della crisi, nel management è diffusa una forte resistenza nell'avviare processi di *turnaround*.

Vari sono i fattori che giustificano questo atteggiamento di inerzia manageriale, ma su tutti emerge con chiarezza un elemento di psicologia del comportamento: i nostri modelli mentali sono abitudinari e le sinapsi faticano a supportare processi di profonda modificazione in tempi stretti. Nelle imprese questo fattore di resilienza purtroppo produce danni spesso irreparabili.

A queste riflessioni si affianca un deficit di competenze manageriali in tema di gestione della crisi (2): quanti manager riconosciamo indiscutibilmente come uomini capaci di risanare un'azienda e riportarla al valore? Pochi manager possiedono un know-how specifico e, soprattutto, pochi manager sono portati a gestire un *dirty job*, ovvero un lavoro dove domina lo stress, vi è pressione per agire velocemente, è necessario essere capaci di assumere decisioni «difficili» e spesso di segno opposto a ciò che si vorrebbe fare, non vi è spazio per la creatività e il clima aziendale è sicuramente poco incentivante.

Ne consegue che in queste situazioni alla fuga del management più qualificato si somma la difficoltà di un ricambio con risorse manageriali valide.

Come dimostra la ricerca presentata di seguito, sul palcoscenico della crisi, oltre al management, appaiono altri importanti attori: le banche, gli azionisti, i consulenti, il tribunale.

Le banche, soprattutto quelle di piccole-medie dimensioni e meno preparate, presen-

tano qualche difficoltà di regia nella gestione della crisi (si pensi agli effetti di una delega limitata del gestore del singolo rapporto).

La proprietà mostra elementi di problematicità per assetti societari in conflitto di inte-

L'esperienza insegna che nel management è diffusa una forte resistenza nell'avviare processi di turnaround

resse, per le politiche di finanziamento e remunerazione, per l'esercizio del potere di controllo nell'imposizione di scelte strategiche.

Critico appare anche il ruolo dei consulenti storici che continuano ad affiancare l'imprenditore, non favorendo il necessario ricorso a professionisti specializzati proprio nel gestire situazioni di crisi.

Non ultimo, va considerato l'intervento del tribunale, che deve applicare la legge in un contesto (quello aziendale) non immediatamente intuitivo e con ritmi e tempi spesso contrastanti rispetto alla realtà fattuale.

Pur senza pretesa di completezza (e rinviando all'ampia letteratura in materia), si può sinteticamente ricordare che l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.f. è la procedura più vicina ai *workouts* del mondo anglosassone e appare concepito in modo da conciliare i cosiddetti concordati stragiudiziali, con un livello di intervento giudiziario «di garanzia» per le parti in causa.

Il 182-bis è un istituto ibrido che si delinea in due fasi: una prima di negoziazione stragiudiziale con i creditori; successivamente, l'esame e omologa (o rigetto) da parte del tribunale. I contenuti degli accordi non sono specificati *ex lege*; tuttavia si registrano alcune tipicità, quali, per esempio, la dilazione del pagamento degli interessi e della quota capitale, la vendita di attività e partecipazioni, l'erogazione di nuova finanza e di finanziamenti ponte.

La fase giudiziale prevede il rispetto di una serie di requisiti quali condizione necessaria all'omologa. *In primis*, che il debitore in stato

di crisi raggiunga un accordo con almeno il 60 per cento dei creditori e, posto che quelli estranei all'accordo vengano pagati integralmente, presenti al tribunale competente una copia degli accordi, insieme alla relazione di un professionista che attesti la veridicità dei dati e la fattibilità del piano. L'accordo è pubblicato nel Registro delle Imprese e diventa efficace dal giorno della pubblicazione. Entro trenta giorni dalla pubblicazione i creditori e ogni altro interessato possono proporre opposizione. Il tribunale, decise le opposizioni, procede all'omologazione in camera di consiglio con decreto motivato.

I vantaggi legati all'istituto del 182-bis riguardano la protezione da azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore, la possibilità di ottenere il rango di prededucibilità della finanza erogata e la previsione che l'im-

sto profilo è accertare la scelta razionale dei creditori di aderire all'accordo di ristrutturazione del debito, piuttosto che optare per una procedura liquidatoria sulla base di un'analisi dei costi e benefici delle alternative (Asquith, Gertner e Scharfstein 1994).

Altro tema di rilievo è quello del livello di *leverage* e degli esiti della ristrutturazione, che sovente costringe a reiterare gli interventi (Altman 2010). L'eccesso di leva post-ristrutturazione, che non permette alla società di operare a livello o al di sopra del mercato (4), deve essere un significativo monito per l'operato manageriale.

L'attenzione alle banche e agli investitori istituzionali può essere spiegata dal fatto che questi attori possono beneficiare dalle disposizioni previste per gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.f., data la loro

esposizione relativamente elevata e la loro capacità nel gestire il rischio di credito. In un contesto internazionale Couwenberg e de Jong (2006) hanno studiato le relazioni tra le aziende in difficoltà e

Banche e investitori istituzionali possono beneficiare dalle disposizioni previste per gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis

prenditore continui a gestire l'azienda. Tuttavia, non mancano talune rigidità strutturali che ne limitano l'applicabilità. Parte della giurisprudenza e dei professionisti hanno criticato alcuni aspetti della normativa (3): per esempio, la soglia di adesione al 60 per cento. Inoltre, il cosiddetto *Decreto Sviluppo* del 2012 ha fissato i tempi di pagamento dei creditori non aderenti (sia negli accordi di ristrutturazione, sia nei concordati preventivi) entro 120 giorni dall'omologa, se scaduti, ed entro 120 giorni dalla scadenza, se non ancora scaduti alla data dell'omologa. Ciò può comportare alcune complessità con riferimento ai debiti pluriennali.

La letteratura internazionale

Oltre agli aspetti nazionali, il tema può essere analizzato con riferimento agli effetti desiderati e agli istituti paragonabili presenti in altri ordinamenti. Punto di partenza sotto que-

le banche creditrici, concludendo che, in media, le banche tendono ad assistere le imprese in modo selettivo, e che le società che intendono intraprendere cambiamenti organizzativi e operativi hanno una minore probabilità di fallimento. D'altra parte Asquith, Gertner e Scharfstein (1994) hanno registrato una scarsa propensione delle banche a fornire nuovi finanziamenti oppure a falcidiare il credito nelle procedure stragiudiziali e la preferenza per la protezione fornita dal tribunale, anche se l'intervento sarebbe fortemente legato non solo alla situazione finanziaria della società e alle prospettive future, ma anche alla presenza di obbligazioni nella struttura del capitale e alla complessità in termini di negoziabilità (James 1995).

La struttura del capitale e il numero di ban-

(3) Lo Cascio (2012a; 2012b).

(4) Nel campione costruito per la presente ricerca i dati appaiono coerenti con la vision di Altman.

che creditrici sono universalmente riconosciuti come determinanti per il successo di un progetto di ristrutturazione (Gilson, John e Lang 1991; Asquith, Gertner e Scharfstein 1994).

Villanova (2004) ha analizzato il comportamento delle banche con crediti privilegiati nei processi di ristrutturazione: queste riducono progressivamente la loro esposizione, un intervento quest'ultimo coerente con Franks e Sussman (2005).

Sotto altri profili un concordato preventivo sarà preferito a un accordo di ristrutturazione dei debiti a seconda della gravità della crisi. Secondo Asquith, Gertner e Scharfstein (1994), distinguere tra una crisi finanziaria e una crisi aziendale non è sempre immediato (5).

In uno scenario di continuità aziendale, il coinvolgimento di tutti i creditori è fondamentale. Sempre Couwenberg e de Jong (2006) hanno evidenziato il problema del *free riding* dei creditori commerciali, studiato anche da Petersen e Rajan (1997) e da Franks e Sussman (2003) (6). Gilson, John e Lang (1990) hanno individuato una relazione negativa tra la probabilità di successo di una ristrutturazione e la quantità di debito nei confronti dei fornitori commerciali, vista la difficoltà di ottenere il consenso unanime sul piano di ristrutturazione.

Nella prospettiva di mantenere una società operativa, è necessario investigare come la ristrutturazione possa avere un impatto sul lato dell'attivo di bilancio, in quanto è normale che siano necessari investimenti al fine di realizzare il *turnaround*. Myers (1977) ha sottolineato la difficoltà per le imprese in crisi di ottenere nuovo capitale o debito allo scopo di nuovi investimenti. Per questo motivo le aziende ristrutturate sono generalmente sottocapitalizzate anche negli anni successivi alla ristrutturazione. A tal proposito, Asquith, Gertner e Scharfstein (1994) individuano una significa-

tiva riduzione del *capex* (circa l'83 per cento delle società l'ha ridotto dall'anno precedente all'anno successivo all'inizio della crisi).

La metodologia della ricerca empirica e le ipotesi

Obiettivi

A quanto ci risulta, questa ricerca è una delle prime a tracciare la mappa degli accordi di ristrutturazioni dei debiti ex art. 182-bis l.f. in Italia. Obiettivo è fornire una base scientifica e statistica delle pratiche attualmente in uso nelle ristrutturazioni. Il lavoro presenta da un lato statistiche descrittive del campione e un'analisi inferenziale sulla probabilità di successo del piano di ristrutturazione. Nell'analisi, le variabili sono raggruppate da due prospettive: da un lato quella delle banche, insieme alle leve utilizzate per affrontare la crisi del debitore; dall'altro la prospettiva degli azionisti, per valutare quali azioni sul capitale possano influenzare il successo della ristrutturazione.

Ipotesi

Sono state testate le ipotesi riportate di seguito.

■ H1: Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex articolo 182-bis della legge fallimentare sono uno strumento efficace di gestione della crisi.

■ H2: I fattori di crisi sono tipicamente endogeni e non sono identificati in tempo.

■ H3: I piani di ristrutturazione non sono sempre sufficientemente incisivi:

1. interventi finanziari:

- vi è correlazione tra probabilità di successo di una ristrutturazione e ammontare dell'esposizione e della concentrazione debitoria;
- vi è correlazione tra esdebitazione, allocazione di nuove risorse alla società e probabilità di successo del piano;
- le società escono da una ristrutturazione con una leva finanziaria ancora elevata;

(5) Una ricerca realizzata su un campione di imprese italiane in difficoltà condotta da Experian (2012) evidenzia come i costi di una crisi siano enfatizzati da un'incidenza relativamente alta dei costi fissi (misurata con l'indice di copertura delle immobilizzazioni), insieme a una capitalizzazione relativamente bassa. In caso di

crisi finanziaria e di costi fissi troppo alti, il *break even* non può essere facilmente ridotto e quindi la crisi sarà più acuta. Affinché la situazione sia nuovamente bilanciata, oltre a rivolgersi alle banche per limitare l'onere del debito, è necessario che l'azienda intraprenda misure efficaci per ridurre i costi, innovare e riorganizzarsi.

(6) I dati disponibili non permettono di analizzare questo tipo di connessione tra creditori e debitore in crisi. Tuttavia la presenza o meno di fornitori aderenti al piano è nota, insieme all'ammontare del credito e dei finanziamenti *revolving*.

2. interventi industriali e di governance:

– vi è correlazione tra probabilità di successo di una ristrutturazione e discontinuità nel management, inteso come variazione del consiglio di amministrazione

Selezione del campione

Il campione è costituito dagli accordi di ristrutturazione del debito depositati presso i principali tribunali del Nord Italia (7) negli anni compresi tra il 2009 ed il 2014: tale scelta è giustificabile alla luce della scarsa numerosità dei depositi negli anni precedenti (8).

I documenti analizzati includono i piani di ristrutturazione ex art. 182-bis l.f., le istanze sospensive ex art. 182-bis co. 6 l.f. senza piano e le transazioni fiscali ex art. 182-ter l.f. Ai fini della ricerca, il campione è stato ripulito, laddove necessario. Con lo scopo di creare una lista di variabili osservabili che potessero spiegare i fattori rilevanti compresi in un piano di ristrutturazione, sono state utilizzate le linee guida diffuse da De Rosa *et al.* (2012) (9).

Inoltre, sono stati raccolti dati di bilancio per il periodo tra $t-3$ e $t+1$ (quando disponibile), preso t come anno della ristrutturazione: il fine ultimo è confrontare da un lato le caratteristiche fondamentali di un piano e, dall'altro, stimare le variabili alla base del modello dello Z-Score.

Nonostante la concentrazione geografica, il campione presenta una elevata rappresentatività, tenuto conto che copre circa il 40 per cento del totale degli accordi presentati in Italia nel periodo considerato. A partire dal database delle camere di commercio, Cerved Group individua 675 accordi di ristrutturazione del debito ex art. 182-bis l.f. tra il 2005 ed il 2014. Prima del 2009 gli accordi di ristrutturazione depositati sono un numero limitato, circa 50, a causa delle insufficienti disposizioni legislative.

Va inoltre considerata la rilevanza della

piazza milanese quale sede legale delle società italiane: qui infatti si riscontra un alto tasso di industrializzazione e, di pari passo, un'elevata percentuale di procedure giudiziali di composizione della crisi.

Evidenze empiriche

Analisi descrittiva

Dal punto di vista settoriale (analizzato secondo la codifica Ateco 2007), quello terziario è stato il settore più colpito (circa il 31 per cento dei casi), seguito dal manifatturiero (26 per cento), dall'immobiliare (24 per cento) e da costruzioni e altri settori. La concentrazione delle domande in alcuni anni (2009, 2011 e 2013) può essere messa in relazione a ragioni sia macroeconomiche sia legislative. Nel 2009, dopo lo scoppio della crisi finanziaria, le società hanno cercato una protezione legislativa al fine di preservare la continuità aziendale; lo stesso ragionamento vale nel 2011 e nel 2013 con l'intensificarsi della crisi. Inoltre, le novità legislative introdotte dalle riforme del 2010 e del 2012 possono spiegare l'aumento delle domande nel 2011 e nel 2013, accolte con un certo ritardo dai professionisti di settore e dalla giurisprudenza.

Sebbene il campione sia numericamente ridotto se rapportato al numero di società presenti sul territorio italiano, i valori espressi in termini di ammontare di debiti, di fatturato e di dipendenti sono in ogni caso ragguardevoli: nell'anno della ristrutturazione le società analizzate hanno generato un fatturato superiore ai 6 miliardi di euro e sono caratterizzate da un'esposizione debitoria superiore agli 11 miliardi di euro. Il settore manifatturiero pesa per circa 3,2 miliardi di euro di fatturato, 2,5 miliardi di euro di debito totale e oltre 9000 dipendenti; seguito dal terziario, caratterizzato da oltre 2 miliardi di euro di fatturato e quasi 3 miliardi di euro di debito totale, nonché

(7) I tribunali esaminati sono 16 su 136 in tutta Italia: Alessandria, Asti, Bergamo, Bologna, Brescia, Como, Cremona, Genova, La Spezia, Mantova, Milano, Monza e Brianza, Parma, Reggio Emilia, Torino, Verona.

(8) Tra il 2005 e il 2008 nel Tribunale di Milano sono stati presentati solo quattro accordi, in quello di Monza nessuno. La ragione per l'assenza di domande prima del 2009 risiede da un lato nell'insufficienza delle disposizioni

legislative, dall'altro nel manifestarsi della crisi finanziaria internazionale solo a partire dal 2009.

(9) I dati registrati per ciascuna domanda riguardano informazioni anagrafiche quali, per esempio, forma societaria e settore di attività. Un'altra informazione raccolta riguarda le modalità di intervento del tribunale, quindi data di deposito e data di emissione del decreto, luogo e tempistiche. Al fine di delineare la definizione

di successo sono state incluse altre tre variabili, vale a dire omologa o rigetto; presenza di altre procedure o interventi successivi alla domanda di 182-bis l.f.; stato giuridico corrente della società, se attiva o non attiva. Inoltre, sono state raccolte informazioni sul numero di banche italiane e straniere coinvolte nella ristrutturazione, il numero di opposizioni al piano e la percentuale di accettazione dei creditori rispetto alla soglia del 60 per cento.

TABELLA 1 | ACCORDI REITERATI

	Numero di società	Numero di operazioni
Totale	186	215
Un accordo ex 182-bis l.f.	163	163
Due accordi ex 182-bis l.f.*	17	34
Tre accordi ex 182-bis l.f.	6	18

* Una società ha depositato il primo accordo in un tribunale non in esame

da quasi 7000 dipendenti. I settori costruzioni e immobiliare pesano congiuntamente per più di 6 miliardi di euro di debito totale.

Si evidenzia che il numero delle aziende è inferiore al numero di accordi a causa delle domande depositate in successione tra il 2009 ed il 2013, risultato coerente con l'analisi svolta negli USA da Altman (2010).

Posto che circa il 50 per cento delle ristrutturazioni ex art. 182-bis è caratterizzato da interventi successivi, la parte del leone è fatta dalla liquidazione volontaria (47 casi, che diventano 53 se si includono le società cessate), seguita da fallimento (15 casi), cessazione per fusione (15 casi) e concordati preventivi (4 casi).

Con un tasso medio di omologa del 90 per cento nei diversi tribunali gli esiti sono simili, considerate le dimensioni relative. Uno dei temi è dunque la discrepanza tra l'elevato numero di domande omologate e il numero ridotto di società che non intraprendono interventi successivi: il tribunale non opera un giudizio di merito tra società salvabili e decotte, ma si limita a valutare la legittimità della procedura.

Per analizzare la prevedibilità dell'insolvenza negli anni antecedenti la crisi, si è fatto riferimento al noto modello dello Z-Score di Altman. Si tratta di una combinazione lineare di quattro indici di bilancio pesati per alcuni coefficienti che è utilizzato per predire la probabilità di fallimento di ciascuna società attraverso l'assegnazione a un determinato cluster, definito *zona di discriminazione*, tracciato in relazione a dei valori soglia. Essendo il campione costituito principalmente da società non quotate, attive nei settori manifatturiero e immobiliare, è stato utilizzato per

l'analisi il modello Z"-Score, coerentemente con Altman (2010) e Altman, Danovi e Falini (2013) (10).

La maggior parte delle osservazioni si trova all'interno della *Distress Zone*: il dato interessante è che già nei cinque anni precedenti la ristrutturazione lo Z"-Score evidenzia uno stato di crisi che non viene tuttavia affrontato tempestivamente.

Il confronto tra le società nella *Safe Zone* e quelle nella *Grey Zone* induce alcune riflessioni, a partire dal fatto che persiste una fascia consistente di società nella *Safe Zone*: queste sono società squilibrate finanziariamente ma con fondamentali relativamente sani.

Per testare la bontà del modello, lo Z"-Score è stato confrontato con lo stato attuale delle società. Ad oggi emerge che il 67 per cento delle società nella *Safe Zone* in *t-1* sono tutt'ora attive, mentre la percentuale scende al 57 per cento per le società nella *Grey Zone*. Peraltro la Tabella 2 mostra come la grande maggioranza delle società incluse nel campione soffra di squilibrio finanziario nei tre anni precedenti la crisi, senza distinguerne le origini: se industriali piuttosto che finanziarie.

(10) Lo Z"-Score – una modifica dell'originale Z-Score – è definito da quattro variabili e dai relativi coefficienti come segue:

$$Z'' = 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

$$X1 = \frac{\text{Attività correnti} - \text{Passività correnti}}{\text{Tot. Attività}}$$

$$X2 = \frac{\text{Utile non distribuito}}{\text{Tot. Attività}}$$

$$X3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Tot. Attività}}$$

$$X4 = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Tot. Passività}}$$

TABELLA 2 | Z"-SCORE

	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Safety Zone	21%	22%	20%	19%	17%	28%	28%	34%
Grey Zone	16%	12%	17%	10%	7%	8%	11%	6%
Bankruptcy Zone	63%	66%	63%	71%	76%	64%	61%	60%
Totale	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Visti i presupposti resta un tema determinare quali siano i contenuti degli accordi e la loro capacità di risolvere le crisi di impresa.

Come si evince dalla Tabella 3 (11), in media gli accordi raccolgono ampia adesione da parte del ceto creditorio, sia finanziario sia commerciale, specialmente al crescere dell'esposizione debitoria. Questo dato sembra confermare come l'istituto sia apprezzato in particolare dalle banche, anche a causa della struttura finanziaria delle imprese italiane, eccessivamente sbilanciata verso il debito bancario.

Lo strumento è, infatti, maggiormente uti-

lizzato per i casi di dimensioni maggiori: nel cluster di debito oltre i 100 milioni di euro sono coinvolte 86 banche, le prime cinque delle quali sono presenti nel 35 per cento delle operazioni. Le banche estere, anche attraverso filiali italiane, risultano poco presenti nelle operazioni fino a 50 milioni di euro.

L'effetto dimensionale delle società interessate a progetti di ristrutturazione risulta evidente anche analizzando la relazione tra l'ammontare del debito e il numero di successi e insuccessi dei piani di ristrutturazione (12), dove per successo si intende l'assenza di pro-

TABELLA 3 | CONTENUTI DEGLI ACCORDI

Cluster debito totale t-1 in € M	Operazioni (N°)	Accordi banche italiane		Accordi banche estere		Σ debito banche in € M	Accordi fornitori		Σ debito fornitori in € M	Adesione monte crediti (mediana)
		N°	Mediana	N°	Mediana		N°	Mediana		
n.d.	18	53	2	2	-	-	117	11	-	93%
0-5	48	158	1	1	-	37	382	12	15	68%
5-25	59	208	2	11	-	379	504	10	123	88%
25-50	24	212	7	-	-	503	146	10	108	77%
50-100	27	174	6	14	-	755	489	34	239	84%
>100	39	285	6	22	-	6.579	996	18	2.247	87%
Totale	215	1.090	3	50	-	8.253	2.634	17	2.733	83%

(11) Campione di 215 accordi di ristrutturazione; possono esserci sovrapposizioni di banche e di fornitori nelle diverse operazioni.

(12) Nell'analisi è stata utilizzata una definizione di successo declinata in tre fasi per meglio descrivere il campione. La prima riguarda l'esito della domanda di 182-bis l.f., ossia una variabile *dummy* uguale a 0 in caso di rigetto, a 1 in caso di omologa: condizione necessaria ma non sufficiente affinché una ristrutturazione sia di successo. La seconda definizione include il concetto di depositi ripetuti: una variabile *dummy* risulta pari

a 1 laddove non vi siano altri interventi o procedure successive a quella in esame, per esempio un concordato preventivo, liquidazione *in bonis*, fallimento oppure un altro accordo di ristrutturazione dei debiti, a 0 altrimenti. Questa declinazione aiuta a circoscrivere l'efficacia di un piano di ristrutturazione nel risolvere o almeno alleviare una situazione di crisi. Infine, la terza definizione di successo è declinata attraverso una variabile *dummy* uguale a 1 se lo stato giuridico della società è attualmente attivo, a 0 altrimenti.

TABELLA 4 | PERCENTUALE DI SUCCESSO DELLE DOMANDE PER CLUSTER DI DEBITO

Cluster debito t-1 in € M	Società senza interventi post		Società con interventi post		Totale società	
	N°	%	N°	%	N°	%
n.d.	1	13%	7	88%	8	6%
0-5	10	29%	24	71%	34	25%
5-25	12	35%	22	65%	34	25%
25-50	6	40%	9	60%	15	11%
50-100	9	53%	8	47%	17	12%
>100	15	52%	14	48%	29	21%
Totale	53	39%	84	61%	137	100%

cedure o interventi successivi all'accordo di ristrutturazione in esame (si veda la Tabella 4). Sono escluse le osservazioni del 2014, in quanto troppo recenti per valutare l'efficacia del piano.

Le ristrutturazioni con debiti superiori a 100 milioni di euro (rappresentanti il 21 per cento del campione) hanno successo nel 52 per cento dei casi. Specularmente, le ristrutturazioni meno di successo sono quelle il cui debito è inferiore a 5 milioni di euro (circa il 25 per cento del campione): di queste solo il 29 per cento ha successo.

Queste cifre danno una chiara indicazione su quali società i creditori preferiscano supportare nei piani di ristrutturazione: è peraltro ragionevole che i creditori finanziari e commerciali siano più inclini a sostenere il debitore in crisi ogniqualvolta il rischio di non recuperare il credito sia alto in termini sia assoluti sia relativi.

Uno dei fattori da monitorare in una ristrutturazione è l'andamento del debito pre- e post-operazione. Nel campione (13) appare una scarsa incisività sotto questo profilo degli accordi di ristrutturazione. I rapporti di D/E e di D/EBITDA restano molto elevati anche in *t*, anno della ristrutturazione (Tabella 5). Il dato riflette la prevalenza di interventi dilatori di differimento delle scadenze a fronte di una più ridotta esdebitazione. Peraltro il numero

TABELLA 5 | ANDAMENTO DEL DEBITO PRE- E POST OPERAZIONE

D/E mediano	t-3	t-2	t-1	t
Costruzioni	2,6x	3,3x	6,1x	6,6x
Immobiliare	9,6x	7,1x	14,4x	14,9x
Manifatturiero	10,3x	10,3x	8,4x	8,0x
Terziario	2,3x	2,6x	3,4x	4,5x
Totale	4,4x	5,0x	8,2x	7,4x
N° osservazioni	67	67	67	67

D/EBITDA mediano	t-3	t-2	t-1	t
Costruzioni	23,0x	27,3x	49,7x	39,6x
Immobiliare	40,5x	16,0x	14,6x	31,2x
Manifatturiero	16,3x	16,0x	17,8x	18,7x
Terziario	15,0x	13,8x	11,3x	23,5x
Totale	19,7x	16,0x	16,2x	27,4x
N° osservazioni	50	50	50	50

rilevante di società con Equity ed EBITDA negativi negli anni precedenti a *t* rinforza l'ipotesi della scarsa tempestività degli interventi (Tabella 5.1).

(13) Il campione selezionato per le analisi dei rapporti D/E e D/EBITDA è costituito da tutte le osservazioni disponibili in ciascuno degli anni considerati, da *t-3* a *t*. Sono escluse le osservazioni non disponibili, con Equity e EBITDA negativi.

TABELLA 5.1 | OSSERVAZIONI CON EBITDA E EQUITY NEGATIVI

N°	t-3	t-2	t-1	t
Equity <0	24	52	91	48
EBITDA <0	73	99	121	88

Gli interventi previsti nei piani di ristrutturazione

Sotto un altro profilo, si è provveduto ad analizzare i piani depositati al fine di individuare una tassonomia di interventi industriali, finanziari e di governance tipici (14).

Tra gli interventi finanziari, la conversione del debito in capitale o in strumenti finanziari partecipativi da parte delle banche non è frequente, ma assume un peso rilevante rispetto all'ammontare di debito. L'intervento più comune rimane il differimento del pagamento dei debiti e riguarda la maggior parte del debito *outstanding*, mentre gli stralci del debito sono preponderanti nel caso dei finanziamenti soci.

Per quanto riguarda i finanziamenti in pre-

(14) Campione di 191 osservazioni, al netto di proposte di accordo ex co. 6 (51) e di domande a scopo liquidatorio (24). Possibili risposte multiple.

TABELLA 6.1 | INTERVENTI FINANZIARI – LATO PASSIVO

	N°	Mediana (%)		N°	Mediana (%)
Conversione del debito in capitale	6	36%	Accollo dei debiti		
Conversione del debito in SFP	6	23%	Da parte dei soci	13	15%
Erogazione affidamenti a breve	12	22%	Di partecipate / controllate	11	10%
Finanziamenti in esecuzione ex art. 182-quater co. 1			Differimento del pagamento del debito		
Soci	8	4%	Banche	72	96%
Banche	9	5%	Erario	14	68%
Nuovi soci	1	6%	Enti previdenziali	4	88%
Finanziamenti in funzione ex 182-quater co. 2			Fornitori	40	70%
Soci	2	2%	Società leasing	17	100%
Banche	4	7%	Soci	11	100%
Nuovi soci	1	1%	Write-off		
Finanziamenti ponte			Banche	28	26%
Soci	2	3%	Fornitori	35	35%
Banche	8	3%	Soci	11	100%
Nuova finanza ex 182-quinquies			Fresh equity		
Soci	19	5%	Soci	26	7%
Banche	26	7%	Conversione in capitale per crediti in compensazione		
Fondi	1	2%	Banche	13	18%

* Mediana calcolata rispetto al debito totale

deduzione, l'utilizzo in funzione (pre-omologa) e in esecuzione (post-omologa) dell'accordo è ancora limitato: il supporto bancario in termini di erogazione di nuova finanza e di conversione in capitale si verifica solo nel 20 per cento dei casi. Sono stati registrati casi di partecipazione tra soci e creditori: in particolare, in 4 casi i soci conferiscono nuova finanza alla società congiuntamente alle banche, mentre in 8 casi i soci conferiscono nuovo capitale e le banche conferiscono nuova finanza.

Dal lato dell'attivo, la cessione di asset immobiliari è l'intervento più frequente previsto nel piano, sebbene non il più rapido per raccogliere liquidità alla luce della crisi di settore. La cessione di partecipazioni e di rami d'azienda non strategici è prevista in un'ottica di riorganizzazione del *core business*. Tra gli interventi per raccogliere rapidamente cassa, la liquidazione dell'attivo circolante è la più usuale (Tabelle 6.1 e 6.2).

D'altra parte, gli interventi industriali sono tipicamente orientati alla riduzione dei costi sia amministrativi sia del personale (Tabella 7).

Dal punto di vista degli interventi di governance si nota come una discontinuità manageriale e societaria avvenga raramente. Meno di un quarto delle operazioni vede il cambio di più della metà dei componenti del CdA. Per quanto riguarda le figure chiave, in 8 casi viene sostituito l'amministratore delegato e in 26 casi il presidente del consiglio di amministrazione. La compagine societaria rimane stabile nell'80 per cento dei casi.

Raramente le società fanno ricorso a figure professionali indipendenti: la presenza di un Chief Restructuring Officer (CRO) è stata riscontrata in sole 6 operazioni.

Analisi statistica

Al fine di valutare la probabilità di successo di un piano di ristrutturazione, sono stati analizzati gli effetti marginali delle variabili rilevanti. Queste si riferiscono principalmente ai flussi in entrata, per esempio derivanti dalla vendita di attività o partecipazioni, finanziamenti e ricapitalizzazione nella forma di capitale fresco, conversione dei crediti in capitale, emissione di strumenti finanziari partecipativi.

TABELLA 6.2 | INTERVENTI FINANZIARI – LATO ATTIVO

	N°	Mediana (%)
Cessione di asset immobiliari	91	24%
Cessione di partecipazioni non strategiche	34	7%
Altre fonti di incasso (smobilizzo crediti ecc.)	31	11%
Cessione magazzino	23	15%
Cessione di rami d'azienda	9	6%
Affitto di rami d'azienda	5	23%
Cessione di asset intangibili	4	5%

* Mediana calcolata rispetto al debito totale

TABELLA 7 | INTERVENTI INDUSTRIALI

	N°
Riduzione costi SG&A	79
Interventi sull'organico	73
Riduzione del capitale circolante	71
Gestione portafoglio prodotti	37
Fusioni intragruppo	22
Razionalizzazione della produzione	21
Internalizzazione	11
Esternalizzazione	9
Offshoring	1
Focus espansione export	8
Strategia di crescita esterna	4

A causa della frammentarietà del campione non risultano significative regressioni logit/probit. Sono stati quindi effettuati diversi *t-test* tra coppie di variabili (15). Un primo set

(15) In particolare, è stata confrontata la variabile di successo della ristrutturazione (*succ_restr*) rispetto alle variazioni di tutte le variabili incluse nel piano dal punto di vista sia delle banche sia degli azionisti.

è stato sviluppato con riferimento al ruolo degli istituti di credito, analizzando gli interventi previsti in un piano di ristrutturazione che ne riguardano le caratteristiche o la condotta. In particolare negli accordi dilatori il differimento dei soli interessi non appare rilevante per il successo delle ristrutturazioni, mentre più efficace è il differimento del rimborso del capitale.

In media una ristrutturazione ha più spesso successo quando il piano prevede la sottoscrizione di nuovi finanziamenti, rispetto a uno che non ne preveda

Un intervento più incisivo è costituito dagli stralci di credito, intervento spesso associato al coinvolgimento nella ricapitalizzazione della società tramite la conversione di crediti. Nel campione il successo si verifica più spesso quando i piani prevedono lo stralcio del debito. Tale risultato è coerente con quanto osservato da Asquith, Gertner e Scharfstein (1994), secondo cui le banche sono più inclini a stralciare il debito residuo nelle procedure sotto la protezione del tribunale.

In alcuni casi, altri creditori possono stralciare il credito, per esempio i fornitori, gli enti previdenziali e le autorità fiscali. I *t-test* condotti su tali variabili non sembrano statisticamente rilevanti, un risultato coerente con la letteratura sul problema di *hold-out* dei creditori commerciali (Couwenberg e de Jong 2006).

I *t-test* condotti mostrano l'effetto generato dalla nuova finanza fornita dalle banche: in media, una ristrutturazione ha più spesso successo quando un piano prevede la sottoscrizione di nuovi finanziamenti, rispetto a uno che non ne preveda. Più singolare è la significatività statistica della variabile che considera la presenza di finanziamenti ponte nel piano. Nel campione considerato, i finanziamenti ponte sono previsti solo in domande depositate dopo il 2010. Il loro numero limitato, vale a dire 10 casi, è coeren-

te con le criticità e i dubbi sollevati dai professionisti e dalla giurisprudenza (16), sebbene il loro effetto positivo sulla probabilità di successo di una ristrutturazione sia evidente soprattutto in caso di tensione del capitale circolante.

Coerentemente con l'analisi sugli stralci, anche le variabili *debt/equity swap* e ricapitalizzazione per conversione di crediti sono sta-

tisticamente significative: come prevedibile, la ristrutturazione ha maggiore probabilità di successo se i piani prevedono i suddetti interventi. Come visto precedentemente, questi tuttavia avven-

gono di rado. Logicamente, il successo si verifica più spesso quando le banche o gli azionisti decidono di iniettare nuove risorse nel patrimonio netto. Su base congiunta, l'iniezione di capitale si verifica in 26 casi.

Un'altra variabile statisticamente significativa è l'ammontare totale di nuova finanza, che include la nuova finanza da parte sia delle banche sia degli azionisti; quest'ultima variabile non è significativa se considerata da sola. È opportuno sottolineare che, sebbene le ristrutturazioni di successo si verifichino con frequenza maggiore in presenza di nuova finanza, vi è un rischio implicito nell'aumento della leva post-ristrutturazione, come già ricordato.

Oltre ad analizzare il comportamento delle banche, si è esaminata la relazione tra la probabilità di successo e il modello di compagine societaria. Partendo dal presupposto che le società italiane, tipicamente le PMI, sono prevalentemente a gestione familiare e i grandi gruppi sono spesso strutturati come «scatole cinesi», si è cercato di suddividere il capitale sociale in cinque cluster al tempo *t* a seconda del tipo di azionista, vale a dire individui, banche, fondi di private equity, società

(16) Diverse sono le criticità individuate nella regolamentazione dei finanziamenti ponte, in quanto soggetti a revocatoria in caso di fallimento: si veda Stanghellini (2010).

e mercato (inteso come qualsiasi altro interesse di minoranza) (17).

I risultati dei *t-test* condotti per ciascun gruppo mostrano che la percentuale di azioni detenute dalle banche e quella delle azioni detenute dai fondi sono le sole variabili statisticamente rilevanti. Le ristrutturazioni hanno successo più frequentemente laddove vi siano banche o fondi tra gli azionisti.

Più in dettaglio, le banche entrano nel capitale in 13 casi (circa il 4 per cento del campione) con una partecipazione media del 20 per cento del capitale sociale, una cifra coerente con James (1995), secondo il quale ogni volta che le banche diventano azionisti di una società acquisiscono una partecipazione di rilevanza. Fondi di private equity d'altra parte acquisiscono il capitale in 12 casi con una partecipazione media del 32 per cento del capitale sociale.

È comunque verosimile che vi sia una distorsione nel campione perché evidentemente le banche e i fondi di private equity preferiscono investire laddove le probabilità di recupero sono più elevate, e questo in genere vale per le aziende più grandi e strutturate con attività a garanzia. Il campione esaminato conferma tale percezione, dal momento che tutte le società caratterizzate da questa modalità di investimento possono offrire garanzie e sono tipicamente esposte per importi superiori a 50 milioni di euro al momento della presentazione degli accordi (tempo *t*).

Conclusioni

La presente ricerca indaga i processi di ristrutturazione realizzati tramite accordi ex art. 182-bis della legge fallimentare attraverso un'analisi empirica dei piani presentati. Il campione utilizzato include tutte le domande de-

positate tra il 2005 ed il 2014 nei principali tribunali del Nord Italia. Per meglio scomporre i fattori critici, l'analisi è stata condotta secondo le diverse prospettive: quella dei creditori, banche in particolare, e quella della società debitrice e dei suoi soci.

La prima indicazione è che l'istituto appare poco utilizzato rispetto ad altre procedure concorsuali.

Lo strumento è comunque preferito da società di maggior dimensione rispetto alla media italiana e con presenza di un elevato indebitamento. Non sempre l'utilizzo è tempestivo. Dall'analisi dello Z-Score risulta che i segnali di crisi generalmente non vengono identificati in tempo.

Per quanto concerne gli esiti, il 90 per cento degli accordi viene omologato, ma più della metà delle società esaminate deve intraprendere altri interventi per fronteggiare la crisi negli anni successivi. La principale causa sottostante alla necessità di reiterare la ristrutturazione sembra essere l'insufficiente incisività degli interventi industriali e finanziari.

Le banche e i fondi di private equity preferiscono investire laddove le probabilità di recupero sono più elevate, e questo in genere vale per le aziende più grandi e strutturate

Le società con una maggiore probabilità di ottenere i loro piani omologati e attuati con successo sono, in media, strutturate, caratterizzate da elevata esposizione debitoria (superiore a 50 milioni di euro) e con un numero rilevante di banche coinvolte: l'insuccesso della ristrutturazione si verifica nel 71 per cento dei casi per le società con debito compreso tra 0 e 5 milioni di euro, mentre la frequenza diminuisce al 48 per cento per le società con esposizione del debito superiore a 100 milioni di euro.

Laddove alcune banche controllino gran parte del debito, vi sono forti incentivi per i creditori a sostenere la società, aumentando

(17) Un limite di tale valutazione può derivare dal fatto che l'analisi della compagine societaria si ferma al primo livello senza risalire la scala dell'azionariato: questo può sottovalutare l'effetto delle «scatole cinesi» e, infine, l'effetto della presenza di altre società e individui tra gli azionisti.

così le probabilità di successo dell'implementazione del piano, un risultato coerente con la letteratura in materia, in particolare con Gilson, John e Lang (1990).

Spesso, i cambiamenti industriali e organizzativi sono accompagnati da nuovi finanziamenti bancari sia per sostenere il capitale circolante sia per sviluppare nuovi investimenti. La conseguenza di tale partecipazione si riflette nella maggiore leva finanziaria l'anno successivo la ristrutturazione, il che getta dubbi sull'efficacia e la sostenibilità degli accordi di ristrutturazione del debito a medio termine, coerentemente con Altman (2010).

I tempi di gestazione dell'accordo non appaiono un elemento critico: pur con qualche differenza sostanziale tra i vari tribunali, dalla presentazione della domanda al deposito dell'accordo passano in media poco più di due mesi.

Del tutto residuali risultano gli interventi di governance che prevedono la nomina di CRO, il cambio del CdA e l'ingresso di nuovi soci nella compagine societaria.

Inoltre è stata eseguita una serie di analisi statistiche con *t-test*, confrontando le principali variabili dei piani contro una variabile *dummy* utilizzata come *proxy* del successo di

una ristrutturazione. I risultati mostrano una relazione positiva tra la presenza di nuova finanza, finanziamenti ponte, ricapitalizzazioni e stralci del debito bancario e la frequenza di successi, sebbene siano interventi intrapresi raramente, cui si preferiscono piuttosto interventi di differimento del debito. Gli stessi *t-test* sono stati effettuati anche rispetto alle variabili rappresentative della compagine societaria. Anche in questo caso l'influenza delle banche e dei fondi di private equity è evidente, dal momento che i *t-test* mostrano che, in media, il successo si verifica più spesso in presenza di banche e di fondi come azionisti.

I limiti della ricerca riguardano principalmente l'esiguo numero di osservazioni, dovuto ai pochi anni di applicazione dell'istituto 182-bis l.f. Inoltre, vi sono alcuni fattori non controllabili che dipendono forse da una diversa attitudine dei vari tribunali nei confronti della ristrutturazione. Future estensioni della ricerca ad altri tribunali del Centro e Sud Italia potranno sicuramente contribuire a superare i limiti statistici per una migliore comprensione del fenomeno. ■

Esplora **e&m** PLUS su

www.economiaemanagement.it

Riferimenti bibliografici

- AA.VV., 2000. *Codice di Comportamento – tra banche per affrontare i processi di ristrutturazione atti a superare le crisi di impresa*, Roma, ABL.
- Altman E., 2010. «Avoiding Chapter 22: Why Post-Emergence Liquidity, Profitability and Leverage Make All The Difference», *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(3), pp. 1-13.
- Altman E., Danovi A., Falini A., 2013. «Z-Score Models' Application to Italian Companies Subject to Extraordinary Administration», *Journal of Applied Finance*, 23(1), pp. 24-37.
- Altman E., Haldeman R.G., Narayanan P., 1977. «ZETA ANALYSIS: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations», *Journal of Banking and Finance*, 1(1), pp. 29-54.
- Ambrosini S., 2012a. «I finanziamenti bancari alle imprese in crisi nei nuovi articoli 182-Quater e 182-Quinquies, L. Fall.», *Il Fallimentarista*, n. 9, pp. 1-12.

- Ambrosini S., 2012b. «Gli accordi di ristrutturazione dei debiti dopo la riforma del 2012», *Il Fallimento*, n. 10, pp. 1137-48.
- Annaratone R.C.F., 2011. *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti: disciplina positiva ed effettività*, Tesi di dottorato, Università LUISS Guido Carli.
- Asquith P., Gertner R., Scharfstein D., 1994. «Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers», *Quarterly Journal of Economic*, 109(3), pp. 625-58.
- Bertacchini E., 2013. «Crisi d'impresa tra contraddizione e giuridica "vaghezza". Riflessioni a margine del c.d. Decreto Sviluppo (d.l. 22 giugno 2012, n. 83, conv. dalla l. 7 agosto 2012, n.134)», *Contratto e Impresa*, n. 2, pp. 315-63.
- Bianchi A., Danovi A., 2012. «Se il creditore potesse diventare socio avrebbe un paracadute in più», *Milano Finanza*, 1, 8 dicembre.

- Brunner A., Krahnen, J. P., 2008. «Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring», *The Review of Economic Studies*, 75(2), pp. 415-42.
- Carmellino G., 2013. «Accordi di ristrutturazione e controllo giudiziale», *Il Fallimento* n. 5, pp. 625-30.
- Carrière P., 2012. «Dal Merger Leveraged Buy Out al (De-merger) De-leveraged Sell Out: la “conversione” dei crediti nelle operazioni di ristrutturazione», *Le società*, n. 3, pp. 278-93.
- Conca V., Riccardi V., 2010. «La valutazione del rischio nel portafoglio del Private Equity», *Economia & Management*, n. 5, pp. 77-96.
- Couwenberg O., De Jong A., 2006. «It Takes Two to Tango: An Empirical Tale of Distressed Firms and Assisting Banks», *International Review of Law and Economics*, 26(4), pp. 429-54.
- Danovi A., 2004. «La continuazione dell'esercizio d'impresa tra vincoli giuridici e tematiche valutative», *La valutazione delle aziende*, n. 35, 4/2004.
- Danovi A., 2010. «Private Equity for Distressed Companies in Italy», *Esperienze d'impresa*, n. 1, pp. 127-43.
- Danovi A., 2014. *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Milano, Giuffrè.
- Danovi A., Masetti M., 2012. «Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Il caso SNIA», *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 1, pp. 89-108.
- Danovi A., Quagli A., 2012. *Crisi aziendali e processi di risanamento. Prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*, Milano, IPSOA.
- De Rosa L., Russo A., Di Stasio G., Artoni L., 2012. *Accordi di ristrutturazione dei debiti*, Milano, Il Sole 24 Ore.
- Dossena G., 2004. «Dalla crisi al risanamento: risanabilità ed interessi prevalenti», *La valutazione delle aziende*, n. 35, 4/2004.
- Espenlaub S.K., Garrett I., Charalambakis E.C., 2008. *On The Impact of Financial Distress on Capital Structure: The Role of Leverage Dynamics*, Manchester Business School, University of Manchester.
- Experian, 2012. *Crisi e imprese: in Italia la stretta creditizia conta molto meno delle rigidità*, 23 novembre, disponibile online all'indirizzo: <http://press.experian.com/Italy/Press-Release>.
- Fabiani M., 2010. «L'ennesima riforma della legge fallimentare: L'ulteriore up-grade degli accordi di ristrutturazione e l'incentivo ai finanziamenti nelle soluzioni concordate», *Il Fallimento*, n. 8, pp. 895-907.
- Ferri A., 2013. «La finanza in tempo di crisi: quando l'azienda “brucia” cassa ma vuole “continuare” ad esistere», *Il Fallimentarista*, n. 5, pp. 1-8.
- Franks J., Sussman O., 2005. «Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies», *Review of Finance*, 9(1), pp. 65-96.
- Gilson S.C., 1990. «Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default», *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 355-87.
- Gilson S.C., John K., Lang L.H.P., 1990. «Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default», *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 315-53.
- James C., 1995. «When do Banks Take Equity in Debt Restructurings?», *Review of Financial Studies*, 8(4), pp. 1209-34.
- La Croce G., 2012. «I criteri orientativi nella scelta degli strumenti di risanamento», *Il Fallimentarista*, n. 3, pp. 3-5.
- Lamanna F., 2012. «Il c.d. Decreto Sviluppo: primo commento sulle novità in materia concorsuale», *Il Fallimentarista*, n. 6, pp. 1-36.
- Lo Cascio G., 2012a. *Crisi e continuità aziendale: un'ennesima riforma della legge fallimentare*, 5 luglio, disponibile online all'indirizzo: www.ipsoa.it.
- Lo Cascio G., 2012b. *Crisi, continuità aziendale ed altri rimedi: criticità del nuovo sistema normativo*, 29 agosto, disponibile online all'indirizzo: www.ipsoa.it.
- Lo Cascio G., 2013. *Crisi delle imprese, crisi di valori?*, 28 marzo, disponibile online all'indirizzo: www.ipsoa.it.
- Marinucci E., 2013. «La domanda di concordato preventivo dopo il “Decreto Sviluppo”: Legge Fallimentare e Bankruptcy Code a confronto», *Rivista di diritto processuale*, n. 2.
- *Monitor of Bankruptcies, Insolvency Proceedings and Business Closures*, vari anni, Cerved Group.
- *Monitor of Company Payments and Non-Payment Protests*, vari anni, Cerved Group.
- Myers S.C., 1977. «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 147-75.
- Nocera I.L., 2012. «I “nuovi” Accordi di ristrutturazione: ruolo del Professionista e trattamento dei Creditori estranei», *Il Fallimentarista*, n. 8, pp. 1-8.
- *Osservatorio su fallimenti, procedure a chiusure di imprese*, vari anni, Cerved Group.
- Petersen M.A., Rajan R.G., 1997. «Trade Credit: Theories and Evidence», *Review of Financial Studies*, 10(3), pp. 661-92.
- Pozza L., 2012. *Il ruolo dell'attestatore ex artt. 67, 161 e 182 bis L.F.: prospettive di analisi sul giudizio di veridicità dei dati aziendali e di fattibilità del piano*, paper presentato al convegno Conseguenze sul sistema impresa della riforma fallimentare e prime soluzioni operative, Milano, S.A.F. – Scuola di Alta Formazione Luigi Martino, 24 ottobre.
- Stanghellini L., 2010. «Finanziamenti-ponte e finanziamenti alla ristrutturazione», *Il Fallimento*, n. 12, pp. 1346-65.
- Vilanova L., 2004. *Bank Seniority and Corporate Debt Restructuring*, EFA 2004 Maastricht Meetings Paper, No. 2880.