GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI EX ART. 182-BIS L.FALL. I RISULTATI DI UN'ANALISI EMPIRICA SVOLTA DALL'OCI NEL 2016

di Alberto Tron

Incaricato di Revisione Aziendale nell'Università degli Studi di Pisa, Dottore Commercialista, Revisore Legale ed Analista Finanziario.
Coordinatore del Gruppo di Lavoro ANDAF-AIDEA-OCRI-APRI per la definizione dei "Principi di redazione dei piani di risanamento"

Sommario: 1. La gestione della crisi e la tutela del valore dell'azienda nell'ottica economico-aziendale - 2. Gli accordi di ristrutturazione dei debiti: evoluzione dello strumento nella legislazione e nell'analisi empirica - 3. L'analisi dei risultati della ricerca OCI sugli accordi di ristrutturazione del debito svolta nel 2016 – 3.1. Le caratteristiche delle imprese che hanno richiesto l'omologa di accordi di ristrutturazione dei debiti – 3.2. Le caratteristiche del procedimento di omologa di accordi di ristrutturazione dei debiti – 3.3. Le caratteristiche del ricorso per omologa di accordi di ristrutturazione dei debiti – 3.4. L'esito degli accordi di ristrutturazione dei debiti omologati - 4. Conclusioni.

*_*_*

1. La gestione della crisi e la tutela del valore dell'azienda nell'ottica economico-aziendale

Le situazioni di crisi possono essere definite come quelle nelle quali le aziende perdono uno tra i due equilibri fondamentali: l'equilibrio economico ⁽¹⁾ o l'equilibrio finanziario ⁽²⁾.

1 L'equilibrio economico, la cui sussistenza determina la condizione di economicità dell'impresa, è la capacità di generare, nel medio-lungo termine, una redditività per gli azionisti almeno pari al costo-opportunità del capitale di rischio (*cost of equity*). In sostanza, si tratta della condizione di creazione di valore per gli azionisti; l'investimento effettuato da questi ultimi nell'impresa si accresce di valore quando le remunerazioni attese sono superiori a quelle che si potrebbero ottenere in investimenti alternativi con pari grado di rischio ("remunerazioni eque"). L'equilibrio economico è riferito per definizione al medio-lungo termine in quanto riguarda la capacità stabile tendenziale di produrre remunerazioni eque. Il fatto che nel breve termine l'impresa operi in perdita non comporta l'assenza di equilibrio economico, purché vi siano le condizioni per attendersi la produzione di utili futuri adeguati nel medio-lungo termine (tenendo anche conto della necessità di compensare le perdite precedentemente sofferte). Così R. TISCINI, *Economia della crisi d'impresa*, Milano, 2014, p. 9. Per approfondimenti si rinvia, *ex multis*, a M. ALLEGRI, *Concetti di reddito e conseguenti logiche di valutazione*, Milano, 2001; U. BERTINI, *Il sistema d'azienda*, Torino, 1990; A. DANOVÌ – A. QUAGLI (A CURA), *Processi aziendali e processi di risanamento*, Milano, 2010; L. MARCHI (A CURA), *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Torino, 2014; E. PAVARANI, *L'equilibrio finanziario*, Milano, 2006; A. TRON, *Il piano di risanamento quale strumento risolutivo della crisi*, in S. AMBROSINI, G. ANDREANI, A. TRON., *Crisi d'impresa e restructuring. Aspetti economico-aziendali, giuridici e fiscali alla luce delle prime applicazioni e interpretazioni delle norme introdotte dalla legge 134/2012*, Milano, 2013.

2 Secondo gli approcci suggeriti dalla disciplina della finanza aziendale, un'impresa è in equilibrio finanziario quando presenta tutte o alcune delle seguenti caratteristiche: controlla nel breve periodo il divario tra le entrate e le uscite monetarie; mostra una struttura finanziaria (composizione del passivo) coerente con la strategia seguita; evidenzia una dinamica del capitale circolante ben raccordata con l'evoluzione del fatturato; ha un rapporto corretto tra reddito operativo e oneri finanziari, tenendo conto anche delle possibili dinamiche prospettive legate alle condizioni di rischiosità operativa e finanziaria; ha un rapporto corretto tra valore economico dell'attivo e valore delle passività; ha una accettabile/ottimale relazione tra flusso di cassa complessivo e sviluppo aziendale; presenta una struttura finanziaria che massimizza il valore dell'impresa. Così E. PAVARANI, *L'equilibrio finanziario*, Milano, 2006, pp. 302-303. Per approfondimenti si rinvia, *inter alia*, a M. DALLOCCIO – A. SALVI, *Finanza d'azienda*, Milano, 2004 e M. GALEOTTI, *La finanza nel governo dell'azienda*, Milano, 2008

La scelta della via di uscita dalla crisi d'impresa deve essere fatta avuto riguardo non soltanto al grado di intensità e di avanzamento del percorso di crisi, ma anche in funzione della configurazione dei rapporti che l'azienda detiene con gli *stakeholder* esterni, rapporti che contribuiscono a determinarne e a definire il residuo grado di autonomia della stessa (caratteristica essenziale dell'impresa messa a repentaglio dalla crisi). I rapporti con gli *stakeholder*, a loro volta, dipendono dagli incentivi comportamentali di ciascuno di essi che determinano l'allineamento o la divergenza degli interessi perseguiti (3).

E' stato osservato come il legame tra il governo aziendale e le dinamiche strategiche, da un lato, e le situazioni di crisi, dall'altro, risulta inscindibile e trova il suo fondamento nelle strategie di risanamento. In effetti, il concetto di crisi aziendale rimanda direttamente alla necessità, per evitare la fase terminale della vita dell'impresa, di procedere in modo strategico modificando radicalmente la struttura aziendale e innovando la formula strategica e la fase di pianificazione e controllo (4). Il declino è collegato a una *performance* negativa in termini di valore; la crisi rappresenta, al tempo stesso, uno stato e un processo sistematico, che coinvolge l'azienda in profondità e nella sua complessità (5).

Affinché una situazione di crisi possa essere correttamente, ed efficacemente, gestita è necessario individuare strumenti idonei che contemperino il principio di efficienza (e, quindi, di minor costo per la gestione) e quello di equità (ossia, il massimo soddisfacimento degli *stakeholders*), evitando in tal modo di far sopraggiungere il fallimento dell'impresa (6).

Le condizioni di efficienza richiedono la conservazione del massimo tra il valore di funzionamento dell'impresa e quello di liquidazione, evitando distruzioni di valore non necessarie, in un'ottica di minimizzazione dei costi del fallimento, tanto diretti quanto indiretti.

Per definizione l'equilibrio finanziario dipende dal periodo di tempo cui ci si riferisce; esso, in concreto, può, quindi, essere riguardato distintamente con riferimento al breve periodo (situazione di liquidità) o con riferimento al medio-lungo periodo (situazione di solidità patrimoniale). L'equilibrio finanziario di breve termine deve sussistere in ogni momento della vita aziendale e la sua assenza determina, se non immediatamente rimossa, l'incapacità di fronteggiare le passività correnti e, quindi, l'insolvenza dell'impresa che ne decreta, conseguentemente, la cessazione. L'analisi prospettica di medio lungo termine (fatta senza tenere conto delle nuove operazioni di gestione successive alla data di riferimento dell'analisi) manifesta nel sistema l'esistenza di uscite di moneta in misura anticipata nel tempo, o superiore nell'entità, rispetto alle entrate di moneta. Così R. TISCINI, *op. cit.*, Milano, 2014, p. 9.

3 In tal senso R. TISCINI che sottolinea che "da un lato, l'intensità della crisi determina gli interventi da adottare sull'attivo e sul passivo aziendale; dall'altro, l'esistenza o meno di una residua relazione di fiducia con gli *stakeholder* determina la preferenza per soluzione stragiudiziale o giudiziale. In ogni caso, tuttavia, la soluzione alla crisi d'impresa ha la responsabilità di riequilibrare gli interessi in gioco. Si tratta, pertanto, essenzialmente di un problema di corporate governance, applicata ad una fase della vita aziendale in cui i normali assetti di governo dell'impresa non sono più in grado di mantenere l'equilibrio tra i diversi interessi rilevanti", R. TISCINI, *op. cit.*, Milano, 2014, p. 23 a cui si rinvia per ulteriori approfondimenti insieme ad A. TRON, *Il piano di risanamento quale strumento risolutivo della crisi*, in S. AMBROSINI, G. ANDREANI, A. TRON, *Crisi d'impresa e restructuring. Aspetti economico-aziendali, giuridici e fiscali alla luce delle prime applicazioni e interpretazioni delle norme introdotte dalla legge 134/2012*, Milano, 2013, p. 35 e ss.

4 Si rinvia, per approfondimenti, a L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995 ed a M. GALEOTTI, *La finanza nel governo dell'impresa*, Milano, 2008.

5 La crisi è stata opportunamente definita come sistematica incapacità dei flussi di cassa reddituali attuali e prospettici di fronteggiare l'adempimento delle obbligazioni assunte e pianificate tramite il normale andamento gestionale, così A. QUAGLI, *Il concetto di crisi come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica*, 2016, in www.ilcaso.it. Cfr., inoltre, S. GARZELLA, *La crisi aziendale e le strategie di risanamento in Governo strategico dell'azienda* di M. GALEOTTI – S. GARZELLA (a cura), Torino, 2013, p.361 ed a M. LACCHINI., *Le valutazioni del capitale nelle procedure concorsuali*, Padova, 1998, p. 3 e ss.

6 Cfr. L. FRANCESCHI – G. TEDESCHI (A CURA), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, Milano, 2014 e L. GUATRI, *op. cit.*

Le condizioni di equità degli strumenti di gestione delle crisi impongono, invece, il rispetto congiunto dei due noti principi della *par condicio creditorum* e dell'*absolute priority rule*; ossia richiedono una parità di trattamento tra tutti i creditori del soggetto in crisi nel rispetto dell'ordine di titolarità delle cause legittime di prelazione (cd. *seniority*). Il requisito dell'equità, quindi, riguarda la definizione dei corretti meccanismi di partecipazione al valore di funzionamento o di liquidazione dell'impresa che incidono direttamente sul livello atteso di perdite assorbito dalle diverse alternative.

Appare, quindi, fondamentale evidenziare la rilevanza strategica assunta dalla tipologia e dalle peculiarità degli strumenti di composizione della crisi; anche all'interno della legislazione fallimentare, infatti, è possibile ravvisare un evidente *trade-off* tra gli strumenti di efficienza e di equità che implica l'impossibilità di individuare, a priori, strumenti e procedure ideali per ciascun tipo di crisi.

Qualunque strumento di gestione delle crisi dovrà, comunque, tener presente e regolamentare aspetti comuni a tutte le crisi d'impresa quali il diritto dei creditori ad ottenere il rimborso dei loro crediti; l'interesse di molti *stakeholders*, *in primis* i dipendenti, alla continuazione dell'attività dell'impresa; quello della collettività ad una corretta allocazione delle risorse impiegate nel risanamento aziendale; l'economicità della gestione delle crisi; l'incentivazione di comportamenti virtuosi, e se possibile anticipatori, evitando fenomeni di *moral hazard*; l'eliminazione delle aziende il cui risanamento non sia possibile.

Le ricerche empiriche svolte sull'accordo di ristrutturazione dei debiti, di cui si dirà nel prossimo paragrafo, hanno dimostrato come si tratti di un istituto di composizione della crisi che, nel rispetto delle condizioni di efficienza ed equità sopramenzionate, ha avuto esiti positivi nella gestione della crisi e ai fini della risoluzione della stessa.

Va, in ogni caso, evidenziato che, indipendentemente dal piano di risanamento che l'azienda in crisi ha posto in essere e lo strumento giuridico che è stato scelto per la sua finalizzazione, l'operazione di salvataggio dovrebbe avere sempre caratteristiche peculiari tra le quali – come già anticipato – quella della tutela del valore dell'impresa, *in primis*, e della salvaguardia dei diritti dei creditori, *in secundis*, evitando violazioni delle priorità previste dalla legge per il loro soddisfacimento.

Il *principio di efficienza nella tutela del valore dell'azienda* implica che il trattamento della crisi deve cercare di non procedere a distruzioni di valori non necessari; è questo il criterio informatore che deve guidare la scelta tra liquidazione e continuazione dell'attività aziendale.

Sia la dottrina che la giurisprudenza hanno evidenziato come si possa tener conto, financo in sede di accertamento della manifestazione dello stato d'insolvenza finalizzata alla dichiarazione di fallimento, delle più generali condizioni economiche dell'azienda ed anche dell'eventuale valore positivo dell'attivo patrimoniale ancorché stimato a valori d'immediato realizzo.

Il manifestarsi della crisi, infatti, non implica necessariamente che, per i creditori, il valore dell'impresa sia maggiore se l'attività dell'azienda viene interrotta e gli asset liquidati, rispetto all'ipotesi di continuazione dell'attività, in particolare all'esito di una profonda ristrutturazione che ne abbia rimosso le cause principali della crisi (7).

Se è dimostrabile, infatti, che i flussi economici generabili in futuro dall'impresa saranno superiori a quelli ottenibili all'esito della sua liquidazione, il valore dell'impresa sarà di certo maggiore nell'ipotesi di

⁷ In tale senso A. DANOVÌ, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario del sistema italiano*, Milano, 2003; F. DI MARZIO, *La crisi d'impresa*, Milano, 2010; A. TRON, *I piani di risanamento aziendali tra tutela del valore, complessità di esecuzione e principi di riferimento per la loro attestazione*, in S. AMBROSINI, A. TRON (a cura), *Piani di ristrutturazione dei debiti e ruolo dell'attestatore*, Bologna, 2016

continuazione che non in quella di liquidazione; e con tutta probabilità tali flussi di cassa saranno realizzabili ristrutturando l'indebitamento, reimpostando il "business model" (8) dell'impresa e sottoponendo a stretto controllo la sua gestione fino a che la stessa non dimostri di avere recuperato la capacità reddituale e finanziaria e l'idoneità ad adempiere, almeno parzialmente, alle proprie obbligazioni, come ricontrattate.

Nella prospettiva di massimizzazione della soddisfazione dei creditori, il risanamento si presenterà come alternativa potenzialmente preferibile alla liquidazione ogni qualvolta si abbia $VC > VL$ (dove VC rappresenta il valore della soddisfazione dei creditori con la continuità aziendale e VL il valore della soddisfazione dei creditori nel caso di liquidazione che sarebbe pari all'attivo rettificato meno i costi di liquidazione).

Come indicato dalla dottrina aziendalistica (9), il valore dell'impresa nello scenario del risanamento è così esprimibile:

$$VC = \sum_{t=0}^{r-1} \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=r}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{CFS_t}{(1+i)^t} - \sum_{t=0}^r \frac{CP_t}{(1+i)^t}$$

dove:

- n è l'orizzonte di previsione analitica del piano d'impresa;
- r è l'orizzonte temporale del risanamento, necessario al recupero della condizione di equilibrio economico;
- CF sono i flussi di cassa operativi generati dall'impresa in ciascun esercizio;
- CFS è il flusso di cassa operativo stabilizzato generabile nel periodo successivo all'orizzonte di previsione analitica;
- CP sono i costi della procedura di concordato a carico di ciascun esercizio di durata della stessa;
- i è il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa della continuità.

Assumendo che il valore di autonomo realizzo degli *assets* aziendali non cambi nell'orizzonte di risanamento "r", si ha che il primo termine dell'espressione di cui sopra rappresenta la componente P (sotto-remunerazioni durante il risanamento), il secondo e il terzo la componente $AR + GW$ (valore dell'impresa risanata) e il quarto la componente CP (costi della procedura).

Analogamente, il valore estraibile dalla liquidazione è così esprimibile:

8 Il "business model" (o modello di business) è composto da quattro elementi chiave interconnessi che, nel loro insieme, creano, e forniscono valore. Essi sono: la *customer value proposition*, la formula del profitto (articolata nel modello delle entrate, nella struttura dei costi, nel modello del margine, nella velocità di rotazione delle risorse, ecc.), le risorse chiave (persone, tecnologia, prodotti, strutture, attrezzature, ecc.) e i processi chiave (formazione, sviluppo, produzione, contabilità e bilancio, vendite e servizi, ecc.). Questi quattro elementi rappresentano le pietre miliari di qualunque business. La forza di questo schema risiede nella complessa interdipendenza delle sue parti; le aziende di successo creano un sistema più o meno stabile, in cui questi elementi siano connessi tra loro in maniera coerente e complementare. Un'impresa in crisi dovrà rivisitare profondamente il proprio "business model" a seguito della diagnosi della situazione competitiva della stessa, sotto il profilo del mercato, della tecnologia di prodotto e di processo, delle strategie e della propria organizzazione. La latitudine e longitudine dell'intervento da realizzare all'interno di un'impresa in crisi (o di un gruppo di imprese) dovrà avvenire a valle di un intervento di audit avente lo scopo di identificare le esigenze di innovazione, anche latenti, dell'impresa.

9 Ci riferiamo a R. TISCINI, *op. cit.* p. 172 e ss. da cui abbiamo desunto le formule matematiche per la determinazione del valore della soddisfazione dei creditori nel caso di continuità aziendale (VC) e quello della soddisfazione dei creditori nel caso di liquidazione (VL.)

$$VL = \sum_{t=0}^l \frac{VRA_t}{(1+i')^t} - \sum_{t=0}^l \frac{CL_t}{(1+i')^t}$$

dove:

- l è l'orizzonte temporale necessario alla liquidazione dell'attivo;
- VRA è il valore di realizzo degli attivi liquidabili in ciascun anno;
- CL sono i costi della procedura di liquidazione a carico di ciascun anno;
- i' è il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa della liquidazione.

Ogni qualvolta il valore ritraibile dalla continuità aziendale (con tutela dell'impresa) sia maggiore del corrispondente valore ritraibile dalla liquidazione degli *asset* aziendali si dovrebbe, in linea di principio, percorrere la via del risanamento.

Questa valutazione è, altresì, percorribile anche nel caso di cessione del complesso aziendale in funzionamento una volta che si sono ricreate le condizioni di maggior favore (e valore aziendale) per l'imprenditore.

E' opinione diffusa, nella dottrina economico-aziendale ed in quella giuridica, che la rinegoziazione privatistica sia la risposta più idonea che si possa fornire ad una crisi aziendale, se tempestivamente affrontata, in considerazione dell'inefficienza nei costi, diretti ed indiretti, connessi alle procedure fallimentari ed all'esito, non sempre favorevole per i creditori, delle stesse.

La salvaguardia dell'azienda e del suo valore intrinseco consente, invece, di raggiungere - nella maggior parte dei casi - risultati incomparabilmente migliori, sia sotto il profilo dell'efficienza che di quello della soddisfazione del ceto creditorio, di quelli raggiungibili all'esito di una procedura fallimentare.

*_*_*

2. Gli accordi di ristrutturazione dei debiti: evoluzione dello strumento nella legislazione e nell'analisi empirica

Nel corso degli anni è stato riscontrato che la sottrazione della fase di risanamento ad un invasivo controllo giudiziale (di merito) ha consentito di liberare, in maniera più rapida e con migliori risultati, le risorse necessarie al soddisfacimento dei creditori ⁽¹⁰⁾.

¹⁰ E' stato, infatti, riscontrato che la libertà da vincoli giudiziari e i ridotti necessari per la rinegoziazione degli accordi di risanamento, si sia rivelata vincente al fine di agevolare il buon esito del piano medesimo rispetto alle operazioni concorsuali. Cfr. L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi, ricostruzione di una disciplina*, op. cit., p. 23. È stato, ulteriormente, osservato che "la rigidità e l'inefficienza della legge fallimentare ha fatto sì che tali procedure [amministrazione controllata e amministrazione straordinaria] più che conservare l'impresa sono servite (e servono) solo a ritardare il più possibile il fallimento. Si è assistito così alla "staffetta" delle procedure concorsuali, ad un uso alternativo delle stesse, che inizia con l'apertura dell'amministrazione controllata per poi transitare per il concordato preventivo e approdare, infine al fallimento. A tale situazione si aggiunge il fatto, che mancando norme capaci di rilevare tempestivamente la crisi dell'impresa prima della sua cronicizzazione, l'efficienza allocativa ex post ne esce considerevolmente ridotta", così M. GIULIANO – D. DI GRAVIO, *La riforma del diritto concorsuale nel panorama giuridico economico italiano*, rintracciabile su Internet.

La rinegoziazione extragiudiziale, presentando una molteplicità di configurazioni possibili, in funzione delle diverse tipologie di imprese coinvolte, rappresenta, infatti, uno strumento flessibile che consente all'imprenditore di tentare soluzioni alternative al fallimento sia attraverso la ristrutturazione del passivo, sia mediante la predisposizione di un piano di *turnaround*.

All'interno degli strumenti di risoluzione concordata della crisi d'azienda, gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.fall. sono da considerarsi un contratto atipico che persegue il fine, da un lato, della conservazione dell'impresa mediante un accordo e, dall'altro, la realizzazione di patti attuativi relativi ai singoli aderenti.

Tali accordi si collocano in una posizione intermedia tra una dimensione strettamente privatistico-contrattuale e il controllo pubblicistico che tende al soddisfacimento degli interessi superiori di ristrutturazione dell'impresa; infatti, il debitore non subisce alcuna forma di spossessamento o di limitazione dei poteri gestori e sceglie sia i creditori con cui accordarsi, sia il contenuto dell'accordo, con la conseguenza che il suo patrimonio rimane pienamente vulnerabile in tutta la fase anteriore alla presentazione dell'accordo e al deposito presso il registro delle imprese e il tribunale.

Tuttavia, pur rimanendo questo tipo di accordi dei negozi tra privati, si deve constatare la possibilità che questi ultimi producano degli effetti che in qualche modo coinvolgono anche gli interessi estranei a quelli dei contraenti, attraverso l'intervento della valutazione ad opera dell'autorità giudiziaria, in quel delicatissimo equilibrio tra interessi pubblici ed interessi privati che investono la gestione della crisi d'impresa; con la conseguenza che deve ritenersi che gli accordi di ristrutturazione abbiano "effetti" anche nei confronti dei creditori rimasti estranei agli accordi.

Il principale vantaggio di questo tipo di accordi consiste nella presenza, non invasiva, di previsioni che ne limitano i contenuti; le parti, pertanto, iniziano a comporre il piano e il sotteso accordo con i creditori secondo le modalità che ritengono più convenienti, indicando le percentuali, le modalità, il contenuto e gli obiettivi, facendo in modo di adattare ciascun progetto di risanamento alle caratteristiche e alla possibilità dei partecipanti, nonché alle condizioni del mercato nel quale l'impresa in crisi opera.

E' stato osservato che la profonda asimmetria che, con tale tipo di accordi, viene a manifestarsi sui fronti contrapposti degli interessi in gioco non può che indurre a guardare con estremo favore l'omologazione degli accordi di ristrutturazione, non tanto per acritico ossequio al dogma della volontà negoziale, quanto perché tale strumento, evitando in radice l'impiego di costosi rimedi concorsuali, porta in dote un risultato di grande importanza collettiva: il superamento della crisi d'impresa, se non addirittura la rimozione dello stato d'insolvenza (11).

Pur essendosi dimostrato un istituto efficace, nella prassi si è constatato come ad esso si sia fatto scarsamente ricorso per via delle difficoltà per l'imprenditore ad accedere a nuovi finanziamenti necessari durante la fase delle trattative con i creditori e nella fase dell'esecuzione dell'accordo.

Per una migliore disamina, anche evolutiva, dell'istituto in esame è opportuno analizzare le ricerche svolte sinora sul tema; quella dell'Osservatorio sulle Crisi d'impresa (d'ora in avanti anche solo OCI) sui concordati preventivi e gli accordi di ristrutturazione dei debiti (periodo di osservazione 2009 – 2012), presentata nel 2012, non ha preso in considerazione aspetti quantitativi relativi all'esito degli accordi di ristrutturazione dei debiti esaminati; cionondimeno ha evidenziato come la tutela del valore dell'azienda rappresenti il principio ispiratore delle soluzioni concordate della crisi spostando il centro del giudizio di convenienza sulla concreta possibilità di preservare l'azienda come bene comune per soddisfare gli interessi posti a fondamento dell'azione imprenditoriale.

11 Cfr. P. BENASSI, *Commento a Appello di Firenze 7 Aprile 2016*, in *www.IICaso.it*, Sez. Giurisprudenza, 14807 - pubb. 20/04/2016.

Una successiva ricerca svolta dall'Università Bocconi, presentata nel 2014, si è posta l'obiettivo di indagare i segnali che dovrebbero portare all'avvio di un processo di ristrutturazione dei debiti e i *driver* di una ristrutturazione di successo. Il campione utilizzato dall'analisi empirica è stato di 426 società che hanno intrapreso, nel periodo compreso tra il 2007 ed il 2013, almeno una delle procedure di ristrutturazione (accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.fall., concordato preventivo ex art. 160 e ss l.fall., amministrazione straordinaria e concordato fallimentare) e i risultati di questa analisi hanno evidenziato, *inter alia*, alcuni aspetti interessanti: a) i primi deboli segnali della crisi sono individuabili nei tre/quattro anni precedenti l'avvio della procedura e si caratterizzano per valori non fisiologici degli indicatori di natura finanziaria, per scorte in accumulo e crescita del capitale circolante, per l'aumento dei tempi medi di incasso e la riduzione dei tempi medi di pagamento; b) si riscontra un aumento dell'indebitamento a breve a causa dell'incapacità di reperire risorse a scadenze prolungate, causando squilibri temporali tra le fonti di finanziamento; c) post ristrutturazione, invece, si registra una limitata elasticità finanziaria delle società ristrutturate con un ritorno alla redditività lento e graduale.

In sintesi, la ricerca Bocconi 2014 ha evidenziato che gli strumenti per la gestione della crisi si sono dimostrati efficaci; tuttavia i risultati sono particolarmente legati alla tempestività dell'azione. E' stato, infatti, evidenziato che per interrompere il circolo vizioso che porta alla crisi delle imprese si dovrebbe agire sulle seguenti direzioni: a) agire sulle dimensioni; b) irrobustire la struttura finanziaria utilizzando le risorse disponibili; c) favorire la ricerca, innovazione e penetrazione internazionale ⁽¹²⁾.

Una recente ricerca sul tema degli accordi di ristrutturazione realizzata dalla SDA Bocconi, presentata nel 2015, e svolta con la collaborazione dei principali tribunali del nord Italia in un periodo di osservazione che va dal 2005 al 2014 conferma quanto sopra evidenziato e conferma come tale istituto si dimostri efficace nel caso di società strutturate, con elevata esposizione debitoria e in presenza di un numero significativo di banche coinvolte ⁽¹³⁾.

Dal punto di vista delle imprese debtrici le ristrutturazioni di successo sono accompagnate da: a) parziali modifiche nell'organizzazione; b) interventi di riduzione dei costi; c) una focalizzazione sull'attività principale; d) in media escono con una leva elevata ⁽¹⁴⁾.

Da tale ricerca emerge, infatti, che i rapporti di D/E e D/EBITDA restano molto elevati anche nell'anno della ristrutturazione (e non solo negli anni $t - 3$ fino all'anno t della ristrutturazione).

Il dato riflette la prevalenza di interventi dilatori di differimento delle scadenze a fronte di una più ridotta esdebitazione; il numero rilevante delle società con Equity ed EBITDA negativi negli anni precedenti a t rinforza l'evidenza della scarsa tempestività degli interventi ⁽¹⁵⁾.

Ciò nonostante, tale evidenza empirica mostra come tra gli interventi finanziari gli stralci del debito sono preponderanti nel caso dei finanziamenti dei soci, mentre il supporto bancario – in termini di erogazione di nuova finanza e di conversione in capitale – si è verificato solo nel modesto 20% dei casi.

Dal lato dell'attivo, invece, la ricerca citata ha mostrato che: a) la cessione di asset immobiliari è stato l'intervento più frequentemente previsto nel piano (anche se non il più rapido nella raccolta di liquidità

12 Cfr. M. DALLOCCHIO, *Crisi e ristrutturazioni: dai segnali deboli alla prevenzione e cura*, ricerca svolta dall'Università Bocconi in collaborazione con E&Y e Risanamento S.p.A., 2014

13 La ricerca "Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis l.fall." è stata presentata nel convegno tenutosi il 15 marzo 2015 presso l'Università Bocconi. I risultati di tale ricerca sono stati pubblicati in A. DANOVI, V. CONCA e L. RIVA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis della legge fallimentare. Un'analisi empirica*, Economia & Management, n. 4, luglio-agosto, 2016.

14 Cfr. A. DANOVI, V. CONCA e L. RIVA, *op. cit.* p. 73

15 Cfr. A. DANOVI, V. CONCA e L. RIVA, *op. cit.* p. 81

alla luce della crisi del settore) e b) la cessione delle partecipazioni e di rami d'azienda si è verificata in un'ottica di riorganizzazione del *core business*.

A ciò si aggiunga che, sempre dall'analisi effettuata, sono emersi altri due fattori di estremo interesse per gli aziendalisti: a) gli interventi industriali sono maggiormente concentrati nella riduzione dei costi di struttura e, solo marginalmente, nella razionalizzazione della produzione (internalizzazione, esternalizzazione, *offshoring*), nell'espansione dell'*export* ed nella strategia di crescita esterna; b) dal punto di vista degli interventi di *governance* la discontinuità manageriale e societaria è avvenuta raramente (meno di un quarto delle operazioni vede il cambio di più della metà dei componenti del C.d.A., solo in pochi casi è stato sostituito l'amministratore delegato, nell'80% dei casi la compagine societaria è rimasta stabile, la presenza di un *Chief Restructuring Officer* – CRO – è avvenuta in rari casi).

Dal punto di vista finanziario è emerso che negli accordi di ristrutturazione dei debiti il differimento dei soli interessi non appare rilevante per il successo delle ristrutturazioni, mentre più efficace si è dimostrato il differimento del rimborso del capitale.

Un intervento più incisivo è apparso essere quello relativo agli stralci di credito, intervento spesso associato al coinvolgimento nella ricapitalizzazione della società tramite la conversione di crediti. Tale risultato è apparso coerente con quanto osservato da dottrina qualificata⁽¹⁶⁾ secondo la quale le banche sono più inclini a stralciare il debito residuo nelle procedure sotto la protezione del tribunale

*_*_*

3. L'analisi dei risultati della ricerca dell'Osservatorio sulle Crisi d'Impresa svolta nel 2016 sugli accordi di ristrutturazione dei debiti

Il presente contributo si inserisce in una più ampia ricerca svolta, nel corso del 2016, dall'OCI che ha raccolto informazioni in merito alle caratteristiche delle imprese che accedono alla procedura di concordato preventivo⁽¹⁷⁾ ovvero hanno presentato ricorso per l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti (d'ora in avanti anche solo ADR); la nostra analisi si limita a quest'ultima procedura con l'obiettivo di evidenziare le caratteristiche della gestione del procedimento di omologa con particolare attenzione agli elementi relativi alla struttura societaria, alla documentazione presentata e all'attività dell'attestatore, al ruolo degli organi giudiziari, ai risultati relativi all'omologa dell'accordo di ristrutturazione dei debiti.

La ricerca si è basata sulla compilazione di un questionario su tematiche economico-aziendali somministrato dall'OCI ai tribunali di due regioni italiane, Toscana e Puglia, raccolti nei mesi di marzo-aprile 2016, avente ad oggetto tutte le richieste di omologazione di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis l.fall. presentate – nel periodo 2012 fino a marzo 2016 – nei tribunali coinvolti, valutandone gli esiti ed alcuni elementi fattuali, con l'obiettivo di verificare come si coniughi, in tale istituto, la tutela dei creditori con la tutela del valore dell'azienda.

16 P. ASQUITH, R. GERTNER, D. SCHARFSTEIN, *Anatomy of a financial distress: an examination of junk-bond issuers*, in *Quarterly Journal of Economy*, 1994, 109, pp. 625-58.

17 Per l'analisi della parte della ricerca che ha riguardato il concordato preventivo si rinvia ad A. PALETTA e G. ALIMEHMETI, "Working paper OCI – Rapporto di ricerca 2016. Analisi delle condizioni di efficienza economica del concordato preventivo", settembre 2016, in www.osservatorio-oci.org.

Si è trattato, evidentemente, di una ricerca concentrata nello spazio e nel tempo e che ha utilizzato tecniche di statistica descrittiva più che inferenziale.

Complessivamente sono stati raccolti 30 questionari, di cui l'86,7% circa proveniente dalla Toscana e il restante dalla Puglia, compilati dai giudici delegati di 13 tribunali di queste due regioni.

Per ciò che concerne la metodologia e l'oggetto dell'indagine, il questionario era composto di 13 domande su aspetti economico-aziendali, stato della procedura e caratteristiche della proposta di accordo di ristrutturazione dei debiti.

3.1 Le caratteristiche delle imprese che hanno richiesto l'omologa di accordi di ristrutturazione dei debiti

Per valutare gli accordi di ristrutturazione dei debiti ed il piano di risanamento sotteso, merita, anzitutto, comprendere ed analizzare le caratteristiche delle società che lo presentano verificandone l'assetto proprietario.

Dal campione di riferimento è emersa una distribuzione più alta di società di capitali (99%) con prevalenza delle società a responsabilità limitata (60%) e delle società per azioni (26,7%). Le società individuali e di persone raggiungono un numero minimo del campione (1%).

Il dato empirico raccolto ha sostanzialmente confermato la struttura dell'impresa italiana che già emergeva nella precedente ricerca OCI 2013 ⁽¹⁸⁾, ossia che la maggior parte delle imprese che accede alle procedure concordate della crisi è molto legato alla persona dell'imprenditore; la parte preponderante delle imprese del campione (46,7%), infatti, presenta un azionariato concentrato, così come è interessante notare che il 23,3% del campione è rappresentato da S.r.l. di tipo unipersonale.

Tab. 1 - Tipo di azienda (forma giuridica)	Numero	%
Società in nome collettivo	1	3,3
Società a responsabilità limitata unipersonale	7	23,3
Società a responsabilità limitata con pluralità dei soci	11	36,7
Società per azioni	8	26,7
Società per azioni unipersonale	1	3,3
Altro	2	6,7

Come già era emerso nella precedente ricerca OCI 2013, le aziende medie e medio-piccole risultano prive dell'indispensabile "involucro istituzionale" necessario per la loro sussistenza in vita, anche a livello di *core business* e presentano le criticità tipiche di una conduzione inerte: business maturi, orientati quasi esclusivamente ai mercati interni, con limitatissimi investimenti nell'innovazione ed nell'internazionalizzazione.

Queste considerazioni sono state ulteriormente avvalorate da un recente studio svolto dalla SDA

18 Cfr. M. FERRO, P. BASTIA, G.M. NONNO, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2013, p. XVI

Bocconi, presentato nel 2015, dal quale emerge, in primo luogo, come le società internazionalizzate, in un periodo che comprende anche i difficili anni di crisi economica, mostrino una continua propensione all'incremento dimensionale. L'apertura verso i mercati stranieri sembra far meglio assorbire anche i contraccolpi derivanti da periodi di incertezza, permettendo di reagire prontamente. Per quanto riguarda la redditività, sia il *Return on Equity* (ROE) che il *Return on Asset* (ROA) medi delle imprese internazionalizzate sono stati negativamente colpiti dalla crisi. Tuttavia, per queste ultime, deve rilevarsi una loro maggiore capacità di reagire e riprendersi, tornando a creare valore, con valori medi di ROA compresi tra il 2% e il 3% fra 2011 e 2013. Nello stesso periodo le imprese non internazionalizzate, infatti, riportano valori medi mai superiori allo 0,4%, con valori negativi nel 2013. Sul fronte della situazione finanziaria, si evidenzia come le società internazionalizzate abbiano reagito alla crisi finanziaria ottimizzando la struttura del capitale, riducendo i livelli di debito in favore di un maggior ricorso al capitale proprio, migliorando così la solvibilità.

3.2 Le caratteristiche del procedimento di omologa di accordi di ristrutturazione dei debiti

Per individuare le caratteristiche dei procedimenti di omologa degli accordi di ristrutturazione dei debiti sono stati esaminati i questionari compilati per 28 aziende del campione.

Di seguito sono sintetizzati i risultati ottenuti ponendo particolare attenzione alle caratteristiche ed alla tempistica del procedimento di omologa del ricorso presentato.

Tab. 2 - Periodo intercorso tra presentazione del ricorso e decreto	Numero	%
Fino a 90 giorni	19	67,9
Da 91 180 giorni	7	25
Da 181 a 270 giorni	2	7,1
Oltre 270 giorni	0	0

La ricerca ha messo in evidenza come la durata media del periodo intercorso tra la presentazione in cancelleria del ricorso di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti e l'emanazione del decreto si sia concentrato nel parametro più basso (fino a 90 giorni) nella maggior parte dei ricorsi presentati (68% circa).

È, altresì, importante rilevare come nessuno dei ricorsi presentati sia stato omologato oltre i 270 giorni.

Tab. 3 - Integrazioni richieste dal tribunale	Numero	%
Si, un'integrazione del corredo documentale	2	7,1
Si, un'integrazione della relazione di attestazione	1	3,6
Si, un'integrazione del corredo documentale e della redazione di attestazione	2	7,1
No, nessuna integrazione	23	82,1

Dalla tabella che precede emerge come i casi di integrazione documentale richiesta dai tribunali in sede di istruttoria del ricorso ex articolo 182 bis l.fall. siano stati molto limitati (18%), mentre i casi in cui non è

stata richiesta nessuna integrazione rappresentano la stragrande maggioranza (82%). Questa è una delle probabili ragioni del breve lasso di tempo impiegato dal tribunale (dalla data di presentazione del ricorso) per procedere alla sua omologazione.

Si deve, peraltro, rilevare come le integrazioni all'attività svolta dall'attestatore sono state molto limitate (11%), il che fa presupporre che l'attività di verifica della veridicità dei dati aziendali mediante accessi in azienda e l'analisi della documentazione aziendale in merito alla fattibilità del piano e degli accordi intercorsi con i creditori aderenti all'accordo di ristrutturazione dei debiti siano stati effettuati correttamente.

A parere di chi scrive, i risultati sopra evidenziati si dimostrano molto significativi ai fini dell'analisi della procedura concordata della crisi in esame; si dimostra, infatti, che tanto più l'accordo di ristrutturazione dei debiti viene illustrato in modo preciso e dettagliato, con tutta la documentazione a corredo (tra cui in particolare la relazione di attestazione), tanto più si rende efficace ed efficiente il procedimento di verifica e successiva omologa da parte del tribunale competente.

3.3 Le caratteristiche del ricorso per omologa di accordi di ristrutturazione dei debiti

Rispettando le statistiche sui dati nazionali, che palesano come nel 2014 e nel 2015 si sia registrata una diminuzione delle domande di concordato con riserva ex art. 161, sesto comma, l.fall., la maggior parte dei ricorsi in esame (59,3%) è stato presentato senza essere preceduto dal ricorso al concordato "in bianco", come evidenziato in dottrina e giurisprudenza, istituto quest'ultimo utilizzato con finalità impropriamente dilatorie.

Tab. 4 - Proposta di ADR preceduto da ricorso di concordato con riserva

	Numero	%
Si	11	40,7
No	16	59,3

Come si evince dalla successiva tabella 5 i ricorsi di omologa di accordi di ristrutturazione dei debiti che sono stati preceduti dall'istanza al tribunale, ex art. 182 bis, sesto comma, l. fall. relativa al divieto di iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio aziendale (cd. *automatic stay*) sono stati una ridotta minoranza (18,5%), ad evidenza che le altre imprese hanno iniziato il percorso di risanamento senza eccessive tensioni finanziarie.

Tab. 5 - Proposta di ADR preceduto da procedimento ex art. 182-bis, sesto comma, l.fall.

	Numero	%
Si	5	18,5
No	22	81,5

Dall'esame delle risposte ai questionari riportate nelle successive tabelle 6, 7 e 8 emerge come siano stati molto rari (11%) i casi in cui il ricorso sia stato preceduto da altro ricorso ex art. 182 bis l.fall., o da

un piano di risanamento, e che in nessun caso il ricorso sia stato preceduto dalla presentazione di un piano concordatario. In tutti i casi menzionati, si tratta di operazioni di ristrutturazione poste in essere nel triennio precedente all'istanza di omologa presentata.

Tab. 6 - Proposta di ADR preceduta da altro procedimento ex art. 182-bis l.fall.	Numero	%
Si, negli ultimi tre anni	3	10,7
Si, negli ultimi cinque anni	0	0
No, non risulta	25	92,6

Tab. 7 - Proposta di ADR preceduta da un piano attestato di risanamento	Numero	%
Si, negli ultimi tre anni	2	7,4
Si, negli ultimi cinque anni	0	0
No, non risulta	25	92,6

Tab. 8 - Proposta di ADR preceduta da un concordato preventivo	Numero	%
Si, negli ultimi tre anni	0	0
Si, negli ultimi cinque anni	0	0
No, non risulta	28	100

La successiva tabella riporta, invece, i principali contenuti del piano di risanamento sotteso all'accordo di ristrutturazione dei debiti al fine di individuare una tassonomia di interventi industriali, finanziari e di *governance* tipici.

Tab. 9 - L'ADR omologato prevedeva	Numero	%
Interventi industriali (es. riduzione dell'organico, dismissioni di asset non strategici, ecc.)	16	57,1
Cambi di CdA, di amministratore delegato ovvero di direttore generale	3	10,7
Cessione di rami d'azienda	16	57,1
Rinuncia di crediti verso banche, verso fornitori o verso soci	14	50
Conversione di crediti verso banche in strumenti finanziari partecipativi	5	17,9
Acquisizione di nuova finanza	20	71,4

Dai dati raccolti dalla ricerca emerge che, dal lato degli interventi industriali:

- a) gli interventi di cessione degli asset non strategici, la riduzione dell'organico, la riduzione del capitale circolante, ecc. (57%) insieme alla cessione di rami aziendali (57%) rappresentano gli interventi più frequenti previsti nel piano, ancorché non siano quelli più rapidi per raccogliere liquidità alla luce della crisi in corso;

- b) si deve supporre che la cessione di rami d'azienda non strategici sia inclusa in una riorganizzazione del *core business*, mentre per la pronta generazione di flussi di cassa in entrata le società abbiano liquidato parte dell'attivo circolante;
- c) oltre alle considerazioni sopra riportate si deve concludere che gli interventi industriali presenti nei piani di ristrutturazione siano stati orientati principalmente alla riduzione dei costi sia amministrativi, sia del personale.

Gli interventi industriali appaiono avere carattere soprattutto gestionale (riduzione dei costi, minimizzazione del fabbisogno di nuova finanza), con l'obiettivo di ottenere un potenziale miglioramento reddituale che permetta il raggiungimento di un equilibrio economico attraverso il miglior utilizzo delle risorse produttive, commerciali e finanziarie dell'impresa. La riduzione dei costi, pertanto, avendo come obiettivo la razionalizzazione dei processi aziendali onde eliminare le inefficienze esistenti ha, probabilmente, riguardato aspetti industriali quali l'innovazione dei processi (reingenerizzazione dei processi produttivi al fine di renderli massimamente efficienti per conseguire una riduzione dei costi dei prodotti) e non necessariamente anche l'innovazione dei prodotti stessi (possibilità di immettere sul mercato nuovi prodotti che ampli la gamma dei prodotti offerti dall'impresa).

Dal lato degli interventi finanziari, le risposte ottenute evidenziano che l'intervento più comune (50%) sia stato lo stralcio del debito (probabilmente con preponderanza nel caso di finanziamento soci), mentre la conversione del debito bancario in capitale o in strumenti finanziari partecipativi è risultata non frequente (18%). Questa risposta si conferma in linea con quella relativa agli aspetti industriali, in quanto è ragionevole pensare che gli investimenti necessari per il risanamento siano pervenuti, in buona parte, attraverso fonti non onerose quali la cessione di *asset* e/o di rami di azienda non strategici e non attraverso l'aumento del capitale sociale.

Dall'altra parte, appare evidente come la componente temporale sia spesso vincolante e comporti, conseguentemente, la necessità di un immediato ripristino dell'equilibrio finanziario nel breve periodo; nei casi in esame ciò ha portato, in mancanza di alternative, all'acquisizione di nuova finanza nella maggior parte dei casi (71%), intervento spesso associato al coinvolgimento nella ricapitalizzazione della società tramite la conversione di crediti.

In questa ricerca si conferma la convinzione che, in media, una ristrutturazione ha più spesso successo quando il piano prevede la sottoscrizione di nuovi finanziamenti, rispetto ad uno che non ne preveda.

Dal punto di vista degli interventi sulla *governance*, si nota come il cambio di membri del consiglio di amministrazione, dell'amministratore delegato ovvero del direttore generale avvenga di rado (11%). Questo risultato, in linea con dati relativi ad altre ricerche effettuate sulle soluzioni concordate della crisi aziendale, sorprende in quanto la fattibilità di un piano di risanamento consiste nella probabilità che la sua corretta realizzazione faccia registrare la performance attesa; quindi, è strettamente correlata ad una progettazione organizzativa che sia coerente, non solo con una rinnovata architettura strategica, ma anche e soprattutto, con tutti i singoli elementi costituenti lo specifico impianto organizzativo. In tale prospettiva, il rinnovo dei vertici aziendali, può rappresentare un motivo di importante cambiamento volto al raggiungimento degli obiettivi di risanamento.

3.4 L'esito degli accordi di ristrutturazione dei debiti omologati

Un elemento molto rilevante che emerge dalla ricerca effettuata sugli accordi di ristrutturazione, è l'esito successivo all'omologa di tali operazioni di risanamento aziendale che palesano un successo pari al

100% del campione non avendo, alcuno dei richiedenti, dovuto far ricorso ad nuovo processo di risanamento aziendale.

Tab. 10 - Successivamente all'omologazione dell'ADR	Numero	%
È stato dichiarato fallito	0	0
Ha presentato domanda di concordato preventivo	0	0
Ha presentato altra domanda di accordo di ristrutturazione dei debiti	0	0
No, non risulta avere fatto nuovamente ricorso le procedure di concordato o ADR	28	100

*_*_*

4. Conclusioni

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti hanno rappresentato finora uno strumento efficace per risolvere in tempi rapidi una situazione di crisi reversibile, in vista del pieno recupero della redditività dell'azienda e della tutela del suo valore economico, obiettivi entrambi delineati nel paragrafo iniziale. L'istituto ha dimostrato, inoltre, di essere perfettamente idoneo a contemperare il principio di efficienza e quello di equità necessari per la corretta gestione della crisi aziendale.

La prima indicazione emersa dalla ricerca OCI 2016 è che l'istituto in parola appare poco utilizzato rispetto ad altre procedure concorsuali (nell'analogo periodo di osservazione – dal 2013 fino a marzo 2016 – sono stati raccolti 30 questionari relativi agli accordi di ristrutturazione dei debiti contro i 733 questionari relativi ai concordati preventivi presentati nei medesimi tribunali con riguardo alle due regioni Toscana e Puglia).

Per quanto riguarda gli esiti della ricerca in parola, la quasi totalità delle istanze di accordi di ristrutturazione dei debiti presentati è stato omologato e la totalità delle società oggetto dei questionari non ha dovuto intraprendere altri interventi per fronteggiare la crisi negli anni successivi. Appare evidente, quindi, che gli interventi industriali e finanziari adottati dalle imprese debitorie sono stati sufficientemente incisivi per non dover reiterare processi di risanamento aziendale.

I cambiamenti industriali sono stati accompagnati da nuovi finanziamenti bancari sia per sostenere il capitale circolante, sia per sviluppare nuovi investimenti (ove previsti), mentre i cambiamenti organizzativi nei vertici aziendali sono stati rari.

I tempi di gestazione dell'accordo sono apparsi un elemento positivo: dalla presentazione della domanda sino all'omologa dell'accordo sono passati in media non oltre 90 giorni.

I risultati osservati confermano, *in mejus*, gli esiti di altre ricerche empiriche svolte sull'istituto in esame. I limiti della presente ricerca riguardano principalmente l'esiguo numero di osservazioni, dovuto ai pochi anni di applicazione dell'istituto ex art. 182 bis l.fall. e al limite geografico del campione osservato.

Future estensioni della ricerca, sia in termini qualitativi che quantitativi, potranno contribuire a superare i segnalati limiti statistici di quella in esame al fine di pervenire ad una migliore comprensione e a un maggior approfondimento dell'istituto.

Le recenti agevolazioni in termini fiscali e previdenziali (di cui al novellato art. 182 ter l.fall. relativo al *Trattamento dei crediti tributari e previdenziali*) e legislativi in termini di finanziamenti prededucibili dovrebbero favorire il ricorso a tale istituto che, come evidenziato anche nella ricerca OCI 2016, ha

grandi potenzialità per consentire il recupero dell'equilibrio economico e finanziario dell'azienda in crisi e la salvaguardia del suo valore.

*_*_*

Bibliografia

- ALLEGRINI M., *Concetti di reddito e conseguenti logiche di valutazione*, Milano, 2001
- AMBROSINI S., *Accordi di ristrutturazione dei debiti e finanziamenti alle imprese in crisi*, Bologna, 2012
- ASQUITH P., R. GERTNER, D. SCHARFSTEIN, *Anatomy of a financial distress: an examination of junk-bond issuers*, in *Quarterly Journal of Economy*, 1994, 109.
- BENASSI P., *Commento a Appello di Firenze 7 Aprile 2016*, in *www.Ilcaso.it*, Sez. Giurisprudenza, 14807, pubb. 20/04/2016
- BERTINI U., *Il sistema d'azienda*, Torino, 1990
- BUTTIGNON F., *La valutazione delle aziende in crisi* in FABIANI M. – GUIOTTO A., *Conservazione dell'impresa e tutela dei crediti nelle crisi aziendali*, Torino, 2015
- DALLOCCIO M. – SALVI A., *Finanza d'azienda*, Milano, 2004
- DALLOCCIO M., *Crisi e ristrutturazioni: dai segnali deboli alla prevenzione e cura*, ricerca svolta dall'Università Bocconi in collaborazione con E&Y e Risanamento S.p.A., 2014
- DALLOCCIO M., *Internazionalizzazione. Segreti per competere*, ricerca svolta dalla SDA Bocconi in collaborazione con Claudio Demattè Research Division e E&Y, 2015
- DANOVI A., *Crisi d'impresa e risanamento finanziario del sistema italiano*, Milano, 2003
- DANOVI A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Milano, 2014
- DANOVI A. – QUAGLI A. (a cura di), *Processi aziendali e processi di risanamento*, Milano, 2010
- DANOVI A., CONCA V. E RIVA L., *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis della legge fallimentare. Un'analisi empirica*, *Economia & Management*, n. 4, luglio-agosto, 2016.
- DI MARZIO F., *La crisi d'impresa*, Milano, 2010
- FERRO M., BASTIA P., NONNO G.M., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2013
- FRANCESCHI L.F. – TEDESCHI G. (a cura di), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, Milano, 2014
- GALEOTTI M., *La finanza nel governo dell'azienda*, Milano, 2008
- GARZELLA S., *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese". Una "visione" strategica per il risanamento*, Torino, 2005
- GARZELLA S., *La crisi aziendale e le strategie di risanamento* in *Governo strategico dell'azienda* di GALEOTTI M. – GARZELLA S. (a cura di), Torino, 2013
- GUATRI L., *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995
- LACCHINI M., *Le valutazioni del capitale nelle procedure concorsuali*, Padova, 1998
- LO CASCIO G., *Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi*, Milano, 2015
- LUCIANO A.M., *La gestione delle S.p.A. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016

- MARCHI L. (a cura), *Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale*, Torino, 2014
- MONTALENTI P., *Il diritto concorsuale tra passato e futuro: introduzione*, contributo presentato al XXX convegno di studi su "Le procedure concorsuali verso la riforma tra diritto italiano e diritto europeo", Courmayer, 23-24 settembre 2016.
- PALETTA A. e G. ALIMEHMETI, *Working paper OCI – Rapporto di ricerca 2016. Analisi delle condizioni di efficienza economica del concordato preventivo*, settembre 2016, in www.osservatorio-oci.org
- PALETTA A., *Il concordato preventivo con continuità aziendale: aspetti economico-aziendali*, in FERRO M., BASTIA P., NONNO G.M., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2013
- PAVARANI E., *L'equilibrio finanziario*, Milano, 2006
- QUAGLI A., *Il concetto di crisi come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica*, 2016, in www.ilcaso.it
- RANALLI R., *La scelta dello strumento di risanamento in relazione alla diagnosi e agli indicatori della crisi d'impresa* in FABIANI M. – GUIOTTO A., *Conservazione dell'impresa e tutela dei crediti nelle crisi aziendali*, Torino, 2015
- TISCINI R., *Economia della crisi d'impresa*, Milano, 2014
- TRON A., *Il piano di risanamento quale strumento risolutivo della crisi*, in AMBROSINI S., ANDREANI G., TRON A., *Crisi d'impresa e restructuring. Aspetti economico-aziendali, giuridici e fiscali alla luce delle prime applicazioni e interpretazioni delle norme introdotte dalla legge 134/2012*, Milano, 2013
- TRON A., *I piani di risanamento aziendali tra tutela del valore, complessità di esecuzione e principi di riferimento per la loro attestazione*, in AMBROSINI S., TRON A. (a cura), *Piani di ristrutturazione dei debiti e ruolo dell'attestatore*, Bologna, 2016