

[Data]

Analisi delle condizioni di efficienza economica del concordato preventivo

Working paper OCI – Rapporto di ricerca 2016

www.osservatorio-oci.org

A cura di **Angelo Paletta**

DIPARTIMENTO DI SCIENZE AZIENDALI ALMA MATER
STUDIORUM - UNIVERSITA' DI BOLOGNA
30 NOVEMBRE 2016

Analisi delle condizioni di efficienza economica del concordato preventivo

Angelo Paletta e Genç Alimehmeti
Alma Mater Studiorum – Università di Bologna
Dipartimento di Scienze Aziendali
Via capo di Lucca 34 Bologna
angelo.paletta@unibo.it

SOMMARIO: 1. Introduzione. 2. Rassegna della letteratura. 2.1. Razionalità economica del concordato preventivo. 2.2. Efficienza ex ante. 2.3 Efficienza ex post. 3. Disegno della ricerca. 4. Discussione dei risultati. 5. Conclusioni.

1. Introduzione

La letteratura economica ha studiato l'efficienza economica comparativa tra soluzioni giudiziali ed extragiudiziali alla crisi d'impresa (Castelli et al. 2016; Blazy et al., 2008, Berkovitch et al., 1998, Rasmussen, 1998, Hashi, 1997). Rispetto alla maggiore convenienza, flessibilità e velocità di una soluzione completamente privata della crisi d'impresa, le procedure concorsuali sono state tradizionalmente caratterizzate da più elevati costi legali e professionali, tempi decisionali più lunghi, minori margini di discrezionalità e quindi minore capacità di cambiamento e innovazione (Gilson, 1991). Negli anni recenti, la grande crisi ha contribuito a ripensare il ruolo dello stato e del mercato nella soluzione delle crisi d'impresa (Ferretti et al. 2016; Varouj and Simiao, 2012). L'orientamento di fondo comune alle diverse legislazioni nazionali è stato il riconoscimento che i meccanismi di mercato, ovvero le soluzioni spontanee esclusivamente privatistiche, soffrono di condizioni di inefficienza economica (Blazy and Chopard, 2012, Jostarndt and Sautner, 2010). Per abbattere il livello di convenienza ad intraprendere una soluzione giudiziale della crisi d'impresa, le riforme della legge fallimentare hanno previsto una serie di interventi di favore dell'impresa in crisi: l'inibizione delle azioni dei creditori dirette ad evitare aggressioni individuali al patrimonio del debitore; la possibilità di contrarre debiti in «prededuzione» (*debtor in possession*), la riduzione dell'entità del debito, la cessazione del decorso degli interessi passivi o la possibilità di moratoria anche per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca; la continuazione dei contratti in corso di esecuzione alla data di deposito del ricorso oppure la possibilità per l'imprenditore di farsi autorizzare a sciogliersi o a sospendere i medesimi contratti se eccessivamente onerosi e/o non più funzionali all'economia dell'impresa.

In Italia le recenti riforme della legge fallimentare hanno seguito percorsi analoghi. Lo

scopo di questo articolo è di studiare le condizioni che determinano l'efficienza economica del concordato preventivo disciplinato dall'art. 160 e ss. l.f., la principale procedura concorsuale di gestione della crisi d'impresa nel nostro paese (Cerved, 2016; Castelli et al. 2016).

La procedura di concordato preventivo rappresenta un meccanismo istituzionale di soluzione negoziale della crisi d'impresa la cui efficienza economica dipende dalla minimizzazione dei costi che si verificano prima e dopo la proclamazione dello stato di crisi. Tali costi secondo la letteratura economica (Blazy and Chopard, 2012, Jostarndt and Sautner, 2010) sono collegati a condizioni di efficienza ex ante (costi di agenzia per appropriazione di "benefici supplementari"; costi derivanti da livelli di investimento non ottimali; costi dovuti al ritardo della dichiarazione di fallimento) e di efficienza ex post (costi da errori di classificazione tra continuità e liquidazione; costi da errori di sottovalutazione del valore economico degli assets aziendali; costi da iniqua distribuzione dei benefici tra i creditori sociali; costi diretti della procedura). Maggiori sono i costi, minore è l'efficienza economica delle procedure di concordato, tanto minore è la valorizzazione degli assets aziendali che questo tipo di procedura è in grado di garantire per la soddisfazione degli interessi collettivi. Una maggiore efficienza economica del concordato riduce i costi diretti e indiretti collegati alla procedura, preservando il valore economico delle aziende con prospettive di continuità ovvero il valore di liquidazione aggregato o dei singoli beni nel caso di aziende non più efficienti. L'articolo studia le condizioni di efficienza economica del concordato preventivo avuto riguardo a due principali profili d'indagine riconducibili rispettivamente all'efficienza ex ante e all'efficienza ex post:

- 1) le caratteristiche delle imprese che decidono di intraprendere il concordato preventivo quale percorso di soluzione giudiziale della crisi d'impresa con particolare riguardo ai seguenti aspetti: gravità dello stato di crisi precedentemente alla domanda di concordato; modello di business; assetto di governance e struttura manageriale; sistemi di amministrazione e controllo;
- 2) le caratteristiche della procedura di concordato con particolare riguardo ai seguenti aspetti: eventuale domanda di concordato "in bianco"; tipologia di procedura (liquidazione versus continuità aziendale); organi e tempi della procedura; classificazione dei creditori in classi omogenee; caratteristiche tecniche del piano di concordato; costi della procedura.

Le caratteristiche delle imprese e le caratteristiche delle procedure sono considerate condizioni "abilitanti" o all'opposto "limitanti" che concorrono a determinare la probabilità di successo/insuccesso del concordato preventivo quale soluzione negoziale della crisi d'impresa.

Il successo del concordato preventivo è qui inteso come *esito positivo* della procedura secondo i parametri definiti dalla nuova disciplina del concordato, ovvero approvazione della proposta da parte dei creditori e omologazione della stessa da parte del tribunale.

Un principio basilare delle riforme della legge fallimentare sin dal 2005 è la centralità

del rapporto diretto tra debitore e creditore ai fini di una soluzione negoziale della crisi d'impresa in cui il debitore propone una certa soluzione e i creditori diventano arbitri dell'esito della proposta. Al contempo, gli interventi di riforma della legge fallimentare hanno progressivamente valorizzato il ruolo dei professionisti esterni e del commissario giudiziale, limitando il controllo giudiziario del tribunale (D'Orazio et al., 2015). Oggi, l'esito della proposta di concordato preventivo dipende dalla capacità dell'imprenditore in crisi di ottenere il consenso dei creditori che rappresentano la maggioranza del valore dei crediti ammessi al voto e laddove sia prevista la suddivisione in classi, se la maggioranza si verifica anche nel maggior numero di classi. D'altra parte, non è venuta meno l'esigenza di un continuo controllo del tribunale durante l'intero corso della procedura in ordine ai comportamenti del debitore, precedenti e successivi all'apertura del concordato, e alla sussistenza e persistenza dei presupposti legali della stessa procedura negoziale, a tutela sia dei creditori rimasti estranei sia degli interessi generali sottesi nella tutela dei valori aziendali da disaggregazioni evitabili e da condotte fraudolente (Pacchi, 2005; Liccardo, 2010). Emblematico è quanto accade in ordine al giudizio di fattibilità del piano di concordato. Il tribunale conserva il controllo della fattibilità giuridica del piano intesa come «non incompatibilità del piano con norme inderogabili», mentre la fattibilità economica, in quanto implica il merito della proposta e valutazioni tecniche di convenienza del piano, spetta ai soli creditori sociali (Ferro, 2015).

Mentre l'esito positivo del concordato rappresenta una misura oggettiva di successo della procedura in quanto implica il raggiungimento delle maggioranze e il rispetto dei presupposti di legalità, altre possibili conclusioni della procedura possono essere la revoca ex art. 173 l.f., l'improcedibilità, l'inammissibilità oppure la successiva dichiarazione di fallimento dell'impresa. Inoltre, sebbene il concordato è approvato formalmente se riceve il voto favorevole delle maggioranze previste per legge, un indice segnaletico della capacità dell'imprenditore di far convergere sulla proposta gli interessi di tutti gli stakeholder è rappresentato dal grado di dissenso che si genera intorno alla proposta. Pertanto, un esito oggettivamente positivo del concordato, poiché approvato e omologato, può soggettivamente nascondere un elevato grado di dissenso delle minoranze dei creditori sociali che hanno espresso un voto sfavorevole.

Allo scopo di studiare empiricamente gli esiti delle procedure di concordato in funzione dei fattori di efficienza ex ante (caratteristiche delle imprese) ed ex post (caratteristiche delle procedure) è stata condotta un'indagine sulla base dati dell'Osservatorio sulle Crisi d'Impresa (OCI). La base dei dati è costituita dai concordati preventivi in due regioni italiane, Toscana e Puglia, rilevati nel loro stato in essere durante i mesi di marzo-aprile 2016. Complessivamente sono stati raccolti 733 questionari, di cui l'83% circa proveniente dalla Toscana e il restante dalla Puglia, compilati da commissari giudiziali e giudici delegati di 13 tribunali in queste due regioni.

In considerazione della specifica area geografica da cui provengono i dati oggetto di analisi, l'articolo non ha la pretesa di generalizzare i risultati all'intero territorio

nazionale, ma intende offrire un contributo empirico esplorativo sulla probabilità che certe caratteristiche delle imprese e delle procedure di concordato preventivo (profilo aziendale dell'impresa in concordato, stato pregresso di crisi, natura della proposta, caratteristiche del piano, costi della procedura) determinino l'approvazione e l'omologazione del concordato o, al contrario, determinino la revoca, l'improcedibilità, l'inammissibilità del concordato o la dichiarazione di fallimento dell'impresa.

L'articolo è strutturato nel modo seguente: nel paragrafo successivo viene approfondito il concetto di efficienza economica della gestione della crisi aziendale con particolare riguardo all'ipotesi di gestione della crisi all'interno di un ambiente istituzionale protetto quale è una procedura di concordato preventivo. Dopo aver effettuato una revisione della letteratura, viene presentata la base dati e le principali frequenze descrittive desunte dall'indagine empirica condotta dall'Osservatorio sulle Crisi d'Impresa (OCI).

Nel paragrafo seguente viene sviluppata la metodologia di ricerca con i relativi modelli di analisi rispetto a quattro possibili esiti: 1) approvazione e omologazione del concordato; 2) grado di dissenso/consenso dei creditori intorno al concordato; 3) revoca, improcedibilità o inammissibilità del concordato; 4) dichiarazione di fallimento dell'impresa in concordato. Per ciascuno di questi quattro profili vengono analizzati gli effetti probabilistici di una serie di potenziali condizioni abilitanti riconducibili ai profili aziendali delle imprese in concordato e alle caratteristiche delle procedure. Seguono la discussione dei risultati e le implicazioni sul piano giuridico ed economico.

2. Rassegna della letteratura

Una larga parte della letteratura economica e manageriale si è occupata della gestione delle crisi d'impresa, ma con un interesse prevalente rivolto alla gestione "privatistica" della crisi, al di fuori di una qualsivoglia soluzione giudiziale.

Da un lato la letteratura giuridica affronta normalmente il tema della gestione delle crisi d'impresa concentrandosi sugli strumenti giudiziali previsti da uno specifico ordinamento giuridico, enfatizzando i dettagli procedurali e burocratici, ma perdendo di vista talvolta i criteri di efficacia e di efficienza della gestione della crisi d'impresa; dall'altro, la letteratura economica e manageriale tratta il tema della crisi prescindendo dagli strumenti giudiziali o nel migliore dei casi occupandosene a margine quasi a sottendere in maniera non troppo velata la superiorità delle soluzioni extragiudiziali perché meno costose, più veloci e flessibili e quindi meglio adatte alle necessità dell'imprenditore in crisi (Guatri, 1995, Quagli and Danovi, 2012).

Questa netta separazione dei campi d'interesse tra giuristi ed economisti appare sempre meno praticabile in quanto non risponde più alle effettive esigenze delle imprese in crisi. A livello internazionale, la propensione fatta registrare dalle imprese verso le soluzioni extragiudiziali ha subito in tempi recenti un forte indebolimento (Jostarndt and Sautner, 2010). Ciò è riconducibile ai seguenti ordini di fattori:

1. le soluzioni totalmente privatistiche delle crisi d'impresa possono avere risvolti negativi per tutte le parti in gioco allorché abortito il tentativo di ristrutturazione finanziaria e di risanamento economico si finisce per cadere nel fallimento dell'impresa. Gli atti e le operazioni posti in essere in attuazione dell'accordo stragiudiziale potrebbero essere soggetti ad azione revocatoria e oggetto d'imputazione di reati fallimentari, costituendo un deterrente sia per l'imprenditore sia per i creditori potenzialmente disposti ad accettare gli accordi proposti sia per eventuali nuovi finanziatori;

2. l'ampliamento e la diversificazione delle soluzioni giudiziali, frutto di un incessante processo di ingegneria giuridica e di trasferimento di modelli e strumenti tra i diversi ordinamenti giuridici, offre all'imprenditore in crisi un ventaglio di scelte sempre più ampio dentro il quale cercare la soluzione più adeguata alle caratteristiche aziendali e allo stato di crisi attraversato dall'impresa (piani attestati di risanamento, accordi di ristrutturazione dei debiti, concordato preventivo), anticipando rispetto allo stato d'insolvenza e al dissesto fallimentare la messa in moto dei meccanismi istituzionali di protezione di interessi generali;

3. le soluzioni giudiziali sono state arricchite di condizioni di favore per l'imprenditore in crisi, principalmente in vista della necessità di preservare attraverso la continuità aziendale la produzione di valore economico a beneficio di tutti i portatori di interesse (lavoratori, fornitori, clienti, territori) e non solo di proprietari e creditori sociali. Una serie di dispositivi in continuo aggiornamento (pre-deduzione, gestione dei contratti pendenti, inibizione delle azioni esecutive individuali, approvazione per maggioranze ed estensione degli effetti anche ai creditori non consenzienti, ecc.), cerca di incentivare gli imprenditori ad "uscire allo scoperto", immettendosi in un ambiente istituzionale protetto di tempestiva gestione della crisi (Paletta, 2014, Paletta, 2015);

4. la ristrutturazione dei debiti erariali relativi alle imposte dirette e indirette nonché ai contributi previdenziali rappresenta sovente uno dei maggiori vincoli alla buona riuscita di un piano di gestione della crisi d'impresa. In Italia e in altri ordinamenti giuridici, la <<transazione fiscale>> è ammessa soltanto nell'ambito di definite procedure concorsuali (in Italia, il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti) e consente non solo la rateazione esattoriale possibile anche al di fuori di tali procedure, ma soprattutto la falciatura o la moratoria del debito tributario e previdenziale, compresi gli interessi e le sanzioni.

5. ultimo aspetto, non per importanza, riguarda la variabile fiscale intesa come potenziale carico impositivo diretto conseguente alle operazioni prefigurate nei piani di ristrutturazione. Sopravvenienze attive da riduzione dei debiti e plusvalenze da cessione di singoli beni, di aziende o di rami aziendali possono determinare elevati carichi fiscali nei confronti dell'imprenditore in crisi e dei suoi creditori. Per contro, la gestione giudiziale della crisi d'impresa, in Italia soprattutto nell'ambito del concordato preventivo, rappresenta un chiaro vantaggio fiscale rispetto ad altre soluzioni perché consente al debitore di non tassare le sopravvenienze attive e le plusvalenze da cessione

e ai creditori di dedurre automaticamente la perdita sui crediti.

2.1. Razionalità economica del concordato preventivo

In presenza di una conclamata situazione di crisi, il razionale economico di una procedura di concordato preventivo è legato ai problemi di coordinamento dell'azione collettiva del debitore con e tra i creditori (Franks and Loranth, 2013, Blazy et al., 2008, Eger, 2001). Se ciascun creditore agisce singolarmente nel tentativo di arrivare per primo e soddisfare al meglio i propri interessi, si creano inefficienze in parte per duplicazioni di costi amministrativi, ma soprattutto a causa dell'interesse immediato di singoli creditori a liquidare l'impresa anche quando il valore della stessa nell'ipotesi di continuazione potrebbe essere superiore alla somma dei valori di realizzo dei singoli assets (Ziliotti and Marchini, 2014). Una procedura concorsuale svolge una funzione di coordinamento dell'azione dei creditori in assenza della quale lo stato di crisi dell'impresa sarebbe soggetto ad un "gioco non cooperativo" che porterebbe ad una riduzione del valore degli assets distribuiti ai creditori e pertanto ad un risultato complessivo inefficiente (Jackson 1986). D'altra parte, in assenza di un sistema di regolazione pubblicistico della crisi d'impresa l'imprenditore sarebbe portato a non perdere il controllo dell'impresa e ad optare per la ristrutturazione anche quando questa soluzione è meno efficiente rispetto alla liquidazione (Blazy and Chopard, 2012).

Pertanto, secondo la letteratura economica, le procedure di gestione della crisi d'impresa quale è il concordato preventivo, si configurano come meccanismi di composizione del conflitto d'interesse tra soggetti con convenienze diverse (Boccuzzi, Cercone 1993). Scrive Bertoli (2000, 19) «ogni ipotesi procedurale contiene implicita un'ipotesi di soluzione della crisi individuata dal punto di composizione delle convenienze dei soggetti». Il punto di composizione della crisi è determinato dalla minimizzazione del costo a cui avviene il recupero dei crediti vantati nei confronti dell'impresa in crisi e dal modo in cui vengono regolati i potenziali conflitti con i creditori e tra i creditori che hanno interessi divergenti (anzitutto privilegiati versus chirografi). Poiché la minimizzazione del costo di recupero del credito dipende dalla massimizzazione del valore dell'impresa in crisi, l'efficienza di una procedura giudiziale di soluzione della crisi d'impresa dipende dalle sue condizioni abilitanti rispetto all'obiettivo di valorizzazione degli assets aziendali, il che a seconda dei casi può corrispondere: a) al risanamento dell'impresa in crisi con ritorno alla creazione di valore economico lasciando sostanzialmente immutato il soggetto economico; b) alla cessione o al conferimento dell'azienda o di suoi rami che per tale via troverebbe valorizzazione attraverso la liquidazione aggregata; c) alla liquidazione atomistica attraverso la massimizzazione del valore di realizzo dei singoli beni patrimoniali.

Le condizioni di efficienza economica del concordato preventivo, in quanto relative all'obiettivo di valorizzazione degli assets aziendali e di equa soddisfazione degli interessi in gioco, possono essere apprezzate in termini di riduzione dei costi diretti e indiretti associabili ad una modalità di strutturazione di questa procedura concorsuale.

La letteratura economica analizza i costi in ragione dei differenti momenti in cui si sviluppano (Aghion et al., 1992, Berkovitch et al., 1998, Berkovitch and Israel, 1999, Ziliotti and Marchini, 2014; Bertoli, 2000):

- prima che lo stato di crisi si è conclamato (efficienza *ex ante*);
- dopo che lo stato di crisi si è conclamato attraverso l'avvio della procedura concorsuale (efficienza *ex post*)

2.2. Efficienza *ex ante*

L'efficienza *ex ante* fa riferimento ai comportamenti del gruppo di comando dell'impresa indotti dalla legge fallimentare. Tali comportamenti sono classificati in dottrina all'interno di tre principali fattispecie:

- costi di agenzia relativi all'incentivo per il gruppo di comando a incrementare il consumo dei c.d. "benefici supplementari" (*perquisites*);
- costi derivanti da livelli di investimento non ottimali (*under/over investment*);
- costi da ritardo nella dichiarazione di fallimento.

I costi di agenzia relativi all'eccessivo consumo di "benefici supplementari" sono stati descritti da Aghion, Hart e Moore (1992) con riferimento al Chapter 11 statunitense per il quale gli autori ravvisano una disciplina eccessivamente "morbida" e scarsi incentivi per i manager ad accrescere lo sforzo di evitare lo stato di insolvenza (Ziliotti and Marchini, 2014). Per contro, quanto più una certa legge fallimentare prefigura conseguenze punitive a carico del gruppo di comando sul piano penale e civilistico, tanto maggiore sarà l'incentivo durante la gestione dell'impresa *in bonis* a ridurre i "benefici supplementari" come ad esempio eccessive spese personali, operazioni di grande impatto mediatico destinate ad aggravare il dissesto, o la distrazione di fondi.

Costi per livelli di investimento non ottimali

Una legge fallimentare particolarmente punitiva se da un lato riduce i costi connessi a "benefici supplementari", dall'altro determina maggiori costi derivanti da livelli di investimento non ottimali e da ritardo nella dichiarazione di fallimento. In presenza di una situazione di crisi, non ancora conclamata in una dichiarazione di fallimento, il gruppo di comando dell'impresa, rispetto ai creditori sociali della stessa, si trova in una posizione di asimmetrica esposizione al rischio d'impresa, ovvero al rischio di perdite economiche e distruzione di valore del proprio capitale. In ragione di ciò, il carattere rigidamente punitivo di una legge fallimentare potrebbe avere come conseguenze comportamentali l'effettuazione di investimenti troppo rischiosi (Caprio, 1997).

Investimenti molto rischiosi in caso di successo avranno ritorni molto elevati e potrebbero evitare o ritardare il fallimento. Per contro, in caso d'insuccesso genereranno ulteriore indebitamento e conseguenze negative soprattutto per i creditori sociali poiché in una situazione di crisi, soprattutto se in uno stadio avanzato di insolvenza e dissesto, il valore del capitale proprio risulta già ampiamente compromesso e gli azionisti potrebbero non avere alcun incentivo ad effettuare interventi di patrimonializzazione.

In effetti, gli azionisti potrebbero essere non disponibili a sottoscrivere nuovo capitale di rischio in quanto il costo opportunità risulterebbe penalizzante per un'impresa che sta per fallire rispetto ad altre alternative di investimento. Gli azionisti dovrebbero ripartire con i creditori la crescita di valore economico dell'impresa conseguente al rendimento incrementale degli investimenti resi possibili dall'apporto di nuovo capitale di rischio. Quanto maggiore è la probabilità di insolvenza e lo stato di dissesto patrimoniale, i benefici di cui beneficerebbero gli azionisti sarebbero inferiori ai benefici a favore dei creditori per il quali risulterebbe più elevata la possibilità di recuperare il loro credito.

Al tempo stesso, il carattere punitivo della legge fallimentare potrebbe avere come conseguenza comportamentale un atteggiamento di eccessiva prudenza. Il gruppo di comando di un'impresa in crisi potrebbe essere indotto a effettuare uno scarso investimento (*underinvestment*) nelle attività meno rischiose che però possono essere economicamente efficienti. In questo caso, il costo indiretto della legge fallimentare è misurabile attraverso il valore atteso dei mancati profitti associati a investimenti certi e convenienti che non vengono però intrapresi da una impresa che sta per fallire.

Alla luce di quanto precede emerge il trade-off degli effetti producibili sul piano comportamentale dalla legge fallimentare: quanto più elevato è il potenziale sanzionatorio e punitivo della legge fallimentare, minori saranno i costi di agenzia connessi a "benefici supplementari", mentre aumentano i costi relativi a livelli di investimento non ottimali; una procedura giudiziale di gestione della crisi d'impresa, azionabile prima della dichiarazione di fallimento, ha lo scopo di "ammorbidire" il carattere punitivo di una legge fallimentare, riducendo i costi di sopra e sotto investimento.

In termini economici, il concordato preventivo incide sulla sfera delle opzioni e delle convenienze degli attori economici, offrendo all'imprenditore in crisi e ai creditori sociali un ambiente istituzionale protetto (Paletta, 2015) all'interno del quale far prevalere la razionalità delle scelte rispetto ad atteggiamenti imprenditoriali disposti a tutto pur di evitare il fallimento (sovrainvestimento in progetti rischiosi) o al contrario eccessivamente prudenziali, portati all'immobilismo in attesa che si compia un destino percepito come irreversibile (sotto investimento in progetti comunque redditizi).

Costi di ritardo nella dichiarazione di fallimento

I costi da ritardo nella dichiarazione di fallimento sono relativi all'accumularsi di perdite e dunque alla distruzione di ricchezza patrimoniale dell'impresa come conseguenza di pratiche dilatorie indotte dall'effetto punitivo del fallimento.

La natura di questi costi trae origine dal fatto che il gruppo di comando dell'impresa debitrice beneficia di asimmetrie informative rispetto ai creditori ed è, per un certo tempo, in grado di dissimulare lo stato di crisi. In considerazione di ciò e a causa della paura di essere dichiarati falliti, possono non esservi adeguati incentivi a provocare tempestivamente la dichiarazione di fallimento (Bertoli, 2000, 25). Infatti, se il valore

nominale dei debiti supera il valore dell'attivo, la dichiarazione di fallimento comporta la perdita definitiva del capitale sottoscritto dagli azionisti. Per la legge italiana l'erosione del capitale a cause di perdite impone interventi di ricapitalizzazione o in alternativa la trasformazione o lo scioglimento della società. In presenza di uno stato di insolvenza, l'impresa, ricorrendone i presupposti dovrebbe essere dichiarata fallita. Per contro, l'ammissione al concordato preventivo ha l'effetto di sospendere l'applicazione di tali norme, consentendo all'imprenditore di mantenere il controllo della gestione proponendo ai creditori un piano di ristrutturazione e di risanamento che in caso di successo allontana il rischio di perdita definitiva del proprio capitale.

Da questa prospettiva, il concordato preventivo rappresenta uno strumento di tempestiva emersione dello stato di crisi in quanto dovrebbe incentivare gli imprenditori a rendere conclamata la situazione di difficoltà, mantenendo la gestione dell'attività sotto il controllo giudiziario del tribunale. In questa direzione vanno le recenti riforme della legge fallimentare in Italia con la possibilità di accedere al concordato preventivo anche quando la crisi non sia sfociata in un vero e proprio stato d'insolvenza. Con le modifiche introdotte dapprima nel 2005 (L. 14 maggio 2005, n. 80) e poi nel 2006 (L. 23 febbraio 2006, n. 51), il ridisegno del concordato preventivo ha inteso favorire la tempestiva emersione dalla crisi, prima che la stessa si trasformi in dissesto e conduca allo stato d'insolvenza. D'altra parte ciò rappresenta una condizione indispensabile per rendere concreta l'opzione della ristrutturazione, consentendo l'avvio di un efficace processo di ristrutturazione e di salvaguardia dei complessi aziendali funzionanti.

Anche la nuova normativa di favore per la continuità aziendale rappresenta una condizione di efficienza ex ante della legge fallimentare italiana perché induce gli imprenditori in crisi a intraprendere tempestivamente un percorso di ristrutturazione. Sono espressione di questo nuovo atteggiamento le disposizioni specificamente previste all'art. 186-bis e in altre parti della nuova disciplina, tra le quali occorre sottolineare la possibilità di prevedere nel piano la moratoria fino ad un anno dall'omologazione per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca. Insieme alla possibilità di acquisire nuova finanza prededucibile (art. 182 quater e 182 quinquies), questa norma rappresenta una previsione necessaria per cercare di frenare l'emorragia di cassa e le difficoltà di accesso al credito che normalmente caratterizza l'efficace disegno di un processo di turnaround (Guatri, 1995). Vi rientrano inoltre la continuazione dei contratti in corso di esecuzione alla data di deposito del ricorso (compresi quelli stipulati con la pubblicazione amministrazione), nonostante patti contrari (art. 186 bis, terzo comma), fatta salva la possibilità per l'imprenditore di farsi autorizzare dal Tribunale o dal giudice delegato, a sciogliersi dai medesimi contratti oppure a sospenderli per non più di sessanta giorni, prorogabili una sola volta (art. 169 bis). Anche queste norme vanno lette nella prospettiva di consentire all'impresa di riorganizzare i processi di business, riconfigurando le modalità d'impiego delle risorse e dunque le nuove condizioni di efficienza economica, a partire dalla revisione dei contratti in essere. Nella medesima direzione vanno letti anche i margini gestionali mantenuti nelle mani dell'imprenditore

in crisi che conferiscono la possibilità di partecipare a procedure di assegnazione di contratti pubblici, di contrarre finanziamenti prededucibili e di concedere pegno o ipoteca a garanzia dei medesimi finanziamenti, di essere autorizzato a pagare crediti anteriori per prestazioni di beni e servizi che nella realtà possono rappresentare condizioni indispensabili per “sbloccare” l’operatività del business.

Non meno importante è la possibilità offerta all’imprenditore in crisi di presentare, anche nella forma del concordato in continuità, un concordato anticipato (con “riserva” o “in bianco”), senza l’obbligo di allegare alla proposta il piano e la documentazione richiesta dal secondo e dal terzo comma dell’art. 161 n.l.f., ma soltanto i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi e l’elenco nominativo dei creditori con l’indicazione dei rispettivi crediti.

2.3. Efficienza ex post

L’efficienza ex post fa riferimento alle caratteristiche distintive di una specifica procedura concorsuale e alla sua capacità di perseguire l’obiettivo di valorizzazione economica degli assets aziendali, distribuendo i benefici derivanti dalla soluzione negoziale in modo equo tra le parti in gioco.

In termini economici, i costi del concordato preventivo, una volta avviata la procedura concorsuale, possono essere ricondotti alle seguenti fattispecie:

- costi da errori di classificazione tra continuità e liquidazione
- costi da errori di sottovalutazione del valore economico degli assets aziendali
- costi da iniqua distribuzione dei benefici tra i creditori sociali;
- costi diretti della procedura.

Costi da errori di classificazione

Una procedura di gestione della crisi d’impresa è efficiente se è congegnata in modo da ridurre il rischio di distruzioni non necessarie di valore (Eger, 2001). Ciò significa evitare liquidazioni di complessi aziendali per i quali esistono fondate prospettive di ritorno alla produzione di valore economico e dunque meritevoli di essere preservati in continuità aziendale; ovvero evitare la continuità di complessi aziendali che se lasciati in esercizio continuerebbero a produrre rendimenti economici insufficienti a remunerare il costo dei capitali, deteriorando ulteriormente attraverso l’incapacità di autofinanziamento e di credito gli squilibri economico finanziari della gestione, destinati a risolversi nell’aggravamento dell’insolvenza finanziaria e del dissesto patrimoniale.

Considerata l’importanza di classificare correttamente l’impresa in crisi, le procedure di concordato prevedono una serie di dispositivi per ridurre il rischio di classificare un’impresa inefficiente come efficiente e viceversa. Il piano e la documentazione a

corredo del ricorso con il quale l'impresa presenta la domanda per l'ammissione al concordato, devono essere accompagnati dalla relazione giurata di un professionista designato dalla stessa impresa, che assume precise responsabilità anche penali in merito alla propria attestazione. Nell'ipotesi disciplinata dall'art. 186 bis di concordato con continuità aziendale, il piano deve presentare un livello di elaborazione e sofisticazione tecnica maggiore in modo da consentire al professionista di attestare oltre alla veridicità dei dati aziendali e alla fattibilità del piano che la prosecuzione dell'attività d'impresa è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori, ovvero che gli stessi conseguiranno ragionevolmente un soddisfacimento migliore rispetto alle alternative che comportino la dissoluzione totale o parziale dell'azienda.

Costi da errori di valutazione del valore economico degli asset aziendali

I costi in esame si riferiscono al contenuto dei piani e fanno riferimento alle ipotesi di non corretta elaborazione degli stessi con conseguente sotto o sovra valutazione dei complessi aziendali o di singoli beni patrimoniali sia nel caso di continuità che in quello di liquidazione.

La qualità dei piani di concordato anche sotto questo aspetto rappresenta un elemento di efficienza economica delle procedure giudiziali di gestione delle crisi d'impresa. L'intero sistema delle attestazioni del professionista indipendente, attestazioni generali e particolari, rappresentano un dispositivo di salvaguardia nell'interesse collettivo tanto più necessario quanto maggiore è l'incertezza sul valore economico degli assets aziendali. Le attestazioni hanno l'obiettivo di attenuare l'asimmetria informativa, e sono particolarmente importanti nei casi di concordato in continuità e in "bianco", ovvero la combinazione che accresce il rischio di comportamenti opportunistici e di abusi del diritto (Paletta, 2013). Infatti, soprattutto in questi casi, è lo stesso professionista a non poter dominare una base informativa adeguata. Ad esempio, il professionista dovrebbe attestare che i finanziamenti prededucibili sono funzionali alla migliore soddisfazione dei creditori e che il pagamento di alcuni creditori è indispensabile per la prosecuzione dell'attività d'impresa, ma tutto ciò avviene in assenza di un piano che invece sarebbe necessario per poter giustificare in un quadro generale i fabbisogni finanziari e la strategicità dei rapporti contrattuali. E' alla luce di queste contraddizioni che vanno lette le revisioni attuate con la Legge n.98 del 2013 che ha modificato profondamente l'istituto del concordato in "bianco", prevedendo la possibilità per il Tribunale di nominare già in questa fase il commissario giudiziale, disponendo maggiori controlli sulla condotta del debitore e più stringenti obblighi informativi al fine di accertare se il debitore abbia posto in essere una delle condotte previste dall'articolo 173 o se l'attività compiuta dallo stesso sia manifestamente inidonea alla predisposizione della proposta e del piano, con il conseguente venire meno dell'ambiente istituzionale protetto voluto dal legislatore per gli imprenditori in crisi, ma meritevoli.

Nell'ottica che stiamo esaminando un'importante novità del concordato preventivo

riguarda l'introduzione delle offerte competitive. L'art. 163-bis, introdotto con la legge n.132 del 2015, statuisce che quando il piano del concordato preventivo comprende un'offerta da parte di un soggetto già individuato dal debitore, che prevede il trasferimento o l'affitto a suo favore dell'azienda, o di uno o più rami di essa, o di specifici beni, prima o dopo l'omologazione del concordato preventivo, verso un corrispettivo in denaro, o comunque a titolo oneroso, il Tribunale dispone la ricerca di altri soggetti interessati all'acquisto, disponendo l'apertura di un procedimento competitivo. Si tratta di un aspetto non secondario di efficienza economica delle procedure concorsuali in quanto investe il processo di formazione dei valori economici, di stima o di realizzo, volti ad evitare proprie errate valutazioni degli assets aziendali, funzionalmente alla migliore soddisfazione dei creditori sociali.

Costi da iniqua distribuzione dei benefici tra i creditori sociali

Questa categoria di costi, a differenza delle precedenti, non riguarda il processo di formazione del valore economico degli assets aziendali, ma la distribuzione del valore tra le diverse categorie di creditori sociali. In effetti si tratta di un aspetto di efficienza allocativa degli assets aziendali riferibili al modo in cui una certa procedura concorsuale disciplina la salvaguarda dei diritti dei creditori in considerazione delle cause legittime di prelazione in loro possesso.

La categoria di costi in esame fa riferimento ai due noti principi della *par condicio creditorum* e della *absolute priority rule* (Blazy, Chopard 2010).

La prima implica che i creditori che godono di pari priorità nel rimborso devono subire uguali sacrifici in termini percentuali. Il secondo principio comporta che nella ripartizione del ricavato ottenuto dalla liquidazione degli asset aziendali si attribuisca una parte ai portatori di capitale di rischio solo se e dopo che i creditori sono stati soddisfatti integralmente e che i creditori che godono di cause legittime di prelazione vengano soddisfatti integralmente prima che i creditori di rango inferiore ricevano alcunchè (Bertoli, 2000).

Considerato l'interesse dei creditori privilegiati a essere soddisfatti subito ed integralmente e che gli stessi creditori, a differenza dei chirografi, potrebbero non avere alcun interesse nell'ipotesi di continuità aziendale all'approvazione del concordato preventivo, la disciplina del concordato prevede un'attenuazione del potere d'influenza dei creditori privilegiati. Il piano di concordato in continuità aziendale può prevedere una moratoria, fino a un anno dall'omologazione, per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno, o ipoteca, salvo che sia prevista la liquidazione dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione, ma in tal caso i creditori muniti di cause di prelazione non hanno diritto al voto per l'approvazione del concordato.

Inoltre, ai sensi dell'art. 160 comma 2 l.f. i privilegiati possono non essere soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a

quella realizzabile sul ricavato in caso di liquidazione al valore di mercato dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicata nella relazione giurata del professionista.

In conclusione, il piano del concordato preventivo può prevedere la rinuncia dei creditori a una parte del loro credito, anche quando essi sono assistiti da privilegio, in cambio dell'individuazione di un percorso che permetta una soddisfazione in tempi prevedibili di una parte significativa dei loro crediti.

I contenuti del piano devono in ogni caso assicurare il rispetto di quattro condizioni:

- il soddisfacimento dei creditori deve risultare in misura non inferiore al ricavato realizzabile in caso di liquidazione totale dell'impresa in crisi (art. 160, comma 2, l.f.);
- il trattamento economico riservato a ciascuna delle classi dei creditori non deve alterare l'ordine delle cause di prelazione (art. 160, comma 2, l.f.);
- i crediti chirografari devono essere soddisfatti almeno nella misura del 20%, con esclusione del concordato con continuità aziendale (art. 160, comma 4, l.f.);
- ciascun creditore deve avere un'utilità dal concordato preventivo (art. 161, comma 2, lettera e, l.f.);

Costi diretti della procedura

La prima fattispecie consente di apprezzare l'efficienza economica delle risorse impiegate nella gestione della crisi d'impresa, con particolare riguardo all'entità e alla tipologia dei costi diretti della procedura e alla loro congruità rispetto alle caratteristiche delle imprese e delle procedure.

L'efficienza della procedura di concordato preventivo non attiene semplicemente alla sua durata, ma più in generale al complesso delle risorse impiegate nella gestione della crisi d'impresa attraverso tale istituto. La durata della procedura è un fattore determinante i costi del concordato; basti pensare all'onere figurativo rappresentato dal costo degli uffici giudiziari coinvolti direttamente e indirettamente nella gestione della procedura. Alcuni di questi costi, come ad esempio i costi amministrativi degli uffici giudiziari, non sono affatto costi fissi indistinti rispetto alle singole procedure. Le singole procedure hanno un diverso grado di complessità e portano con sé un differente carico di conflittualità che contribuisce ad allungare la durata delle procedure e l'assorbimento di risorse amministrative. Questi costi possono essere apprezzati attraverso la durata delle procedure di concordato preventivo ovvero dal tempo intercorrente tra la presentazione della domanda fino all'omologazione del concordato da parte del tribunale.

A parità di durata, la complessità di una procedura può essere un fattore maggiormente esplicativo dei suoi costi a causa di aspetti come la dimensione aziendale (capitale investito, valore della produzione, numero di dipendenti), la numerosità e la varietà dei

creditori sociali, l'assetto istituzionale (forma giuridica, struttura proprietaria, ecc.), il settore di appartenenza, il grado di internazionalizzazione e la strategia competitiva, la struttura organizzativa e amministrativa e in generale tutti quegli aspetti caratterizzanti il modello di business aziendale. Tutti questi aspetti concorrono a determinare il costo della procedura e dovrebbero influenzare le spese sostenute prima del deposito del ricorso (in particolare le parcelle dei professionisti per l'attività di assistenza per la presentazione della domanda e i compensi dei professionisti attestatori), le spese sostenute successivamente al deposito e necessarie per lo svolgimento della procedura (ivi compresi i compensi dei commissari e dei coadiutori) e le altre spese relative alla fase esecutiva.

Un secondo aspetto rilevante dell'efficienza economica del concordato preventivo riguarda i costi legali e professionali la cui entità rappresenta uno tra i principali fattori che spingono gli imprenditori in crisi verso soluzioni stragiudiziali. Si tratta delle spese sostenute prima del deposito del ricorso (in particolare le parcelle dei professionisti per l'attività di assistenza per la presentazione della domanda e i compensi dei professionisti attestatori), delle spese sostenute successivamente al deposito e necessarie per lo svolgimento della procedura (ivi compresi i compensi dei commissari e dei coadiutori) e le altre spese relative alla fase esecutiva.

3. Disegno della ricerca

La procedura di concordato preventivo rappresenta un meccanismo istituzionale di soluzione negoziale della crisi d'impresa la cui efficienza economica dipende dalla minimizzazione dei costi ex ante e dei costi ex post che si verificano rispettivamente prima e dopo la proclamazione dello stato di crisi. Minore è l'efficienza economica delle procedure di concordato minore è la valorizzazione degli assets aziendali che questo tipo di procedure è in grado di garantire per la soddisfazione degli interessi collettivi. Una maggiore efficienza economica del concordato riduce i costi diretti e indiretti della procedura, preservando il valore economico delle aziende con prospettive di continuità ovvero il valore di liquidazione aggregato o dei singoli beni nel caso di aziende non più efficienti.

L'obiettivo di questo articolo è di analizzare empiricamente l'effettivo operare delle condizioni di efficienza economica dei concordati preventivi, focalizzando l'attenzione su un duplice ordine di condizioni:

1. condizioni di efficienza ex ante rappresentate dagli incentivi che la procedura crea nei confronti delle imprese in crisi in termini di tempestiva emersione dello stato di crisi, comportamenti virtuosi del gruppo di comando prima della proclamazione dello stato di crisi, selettività nel senso di attrattività del concordato rispetto alle imprese che presentano profili aziendali evoluti;
2. condizioni di efficienza ex post rappresentate sia dai costi diretti della procedura

(tempi e costi legali e professionali) sia dai costi indiretti determinati da non corretta classificazione tra continuità e liquidazione, non adeguata valorizzazione dei complessi aziendali e dei singoli assets, non equa distribuzione dei sacrifici tra i creditori sociali.

Le caratteristiche delle imprese in concordato e le caratteristiche delle procedure di concordato sono state operazionalizzate in variabili quantitative in modo da poter studiare attraverso metodologie statistiche l'operare delle condizioni di efficienza ex ante ed ex post rispetto ai possibili esiti delle procedure di concordato:

- la composizione negoziale dei potenziali conflitti d'interesse con i creditori e tra i creditori attraverso l'approvazione del concordato preventivo e la sua omologazione da parte del tribunale;
- il grado di consenso/dissenso dei creditori in merito alla proposta di concordato;
- la revoca, l'improcedibilità, l'inammissibilità del concordato;
- la dichiarazione di fallimento delle imprese che hanno precedentemente presentato una domanda di concordato.

Rispetto a ciascuno di questi possibili esiti vengono analizzati gli effetti probabilistici di una serie di variabili elaborate sulla base del questionario somministrato dall'Osservatorio sulle Crisi d'Impresa. Nella tabella seguente sono riassunte le variabili di efficienza economica, distinte in variabili ex ante e variabili ex post, le scelte metodologiche adottate per operazionalizzare le stesse variabili e la base dati di riferimento:

Tabella 1 –Operazionalizzazione delle variabili di efficienza economica

Variabili di efficienza economica	Operazionalizzazione delle variabili	Nome Variabile	Base dati
<i>Efficienza ex ante</i>			
A) Tempestiva emersione dello stato di crisi e struttura dell'indebitamento	z-score di Altman calcolato l'anno precedente all'anno di domanda del concordato (vedere Bottani et al., 2004)	<i>z-score</i>	AIDA
	Leverage	<i>Leverage</i>	AIDA
	Incidenza dei debiti verso il personale compresi contributi previdenziali e assistenziali (1 se sopra la media; 0 se sotto la media)	<i>social_debts</i>	AIDA
	Incidenza dei debiti verso i fornitori (1 se sopra la media; 0 se sotto la media)	<i>suppliers_debts</i>	AIDA
	Incidenza dei debiti verso le banche (1 se sopra la media; 0 se sotto la media)	<i>banks_debts</i>	AIDA
	Incidenza dei debiti verso gli	<i>shareholders_de</i>	AIDA

	azionisti (1 se sopra la media; 0 se sotto la media)	bts	
	Incidenza delle immobilizzazioni materiali sul totale attivo (rapporto tra immobilizzazioni materiali e l'attivo totale)	imm_mat_AT_B	AIDA
B) Comportamenti virtuosi del gruppo di comando	Cambiamenti nella composizione dell'organo amministrativo (1 se l'organo era in carica da meno di tre anni; 0 altrimenti)	Dom_8A	OCI = dom. 8
	Passaggi generazionali (1 se la crisi è coincisa con passaggi di seconda generazione; 0 altrimenti)	Dom_9A	OCI = dom. 9
	Interventi finanziari dei soci prima del concordato (1 se sì; 0 se no)	Dom_11A	OCI = dom.11
C) Profilo aziendale evoluto			
Assetto proprietario	Forma giuridica (1 se l'impresa è spa o srl; 0 altrimenti)	spa_srl	OCI = dom. 4
	Impresa familiare vs public company (1 se il capitale è controllato dalla famiglia; 0 altrimenti)	family	OCI = dom. 6
Modello di business	Settore di attività		OCI = dom.2 OCI = dom.5
	Internazionalizzazione (1 se il mercato di riferimento è quello Italiano; 0 altrimenti)	Dom_5A	
Governance	Composizione dell'organo amministrativo (1 se ci sono amministratori indipendenti; 0 altrimenti)	Dom_7B	OCI = dom. 7
	Organi di controllo (1 se esiste almeno uno degli organi di controllo della 10; 0 altrimenti)	Dom_10Si	OCI = dom. 10
Sviluppo manageriale	Struttura manageriale Dom_12: (1 se esistono dirigenti; 0 altrimenti) Dom_13Si: (1 se esiste almeno una delle strutture di management della 13; 0 altrimenti)	Dom_12A_B Dom_13Si	OCI = dom. 12; 13
	Strumenti di pianificazione e controllo di gestione (1 se non esiste nessuno degli organi di pianificazione e controllo della 14; 0 altrimenti)	Dom_14G	OCI = dom. 14
	Strutturazione organizzativa (1 se esiste almeno uno degli strumenti operativi della 15; 0	Dom_15Si	OCI = dom. 15

	<i>altrimenti)</i>		
	Consulenza manageriale esterna (1 se non esiste nessuna delle funzioni amministrative della 16; 0 altrimenti)	Dom_16G	OCI = dom. 16
<i>Efficienza ex post</i>			
D) Effettività del controllo giudiziario durante la procedura	Domanda con riserva di deposito della proposta (concordato in bianco) (1 se il debitore ha presentato domanda di concordato/accordo di ristrutturazione ; 0 altrimenti)	Dom_19A	OCI = dom. 19
	Nomina del commissario giudiziale (1 se ha il Tribunale ha nominato il commissario giudiziale; 0 altrimenti)	Dom_18A	OCI = dom. 18
	Rilievi e/o riserve formulate dal commissario giudiziale (1 se non ha formulato rilievi; 0 altrimenti)	Dom_46A	OCI = dom. 46
	Interventi del tribunale in merito ai criteri di formazione delle classi (1 se ha chiesto la modifica dei criteri; 0 altrimenti)	Dom_32A	OCI = dom. 32
	Autorizzazione al compimento di atti di straordinaria amministrazione (1 se sì; 0 altrimenti)	Dom_60Si	OCI = dom.60
	E) Attrattività della proposta per i creditori sociali	Percentuale media di soddisfazione dei creditori chirografari (valori in percentuale)	Dom_27B
Suddivisione dei creditori in classi Dom_28A: (1 la proposta di concordato prevede la suddivisione in classi; 0 altrimenti) Dom_29 (numero classi)		Dom_28A Dom_29	OCI= dom. 28;29
Treatamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse (1 se sì; 0 se no)		Dom_30A	OCI = dom. 30
Tempi per l'esecuzione della proposta (1 se fino a tre anni; 0 se di più)		Dom_50_A_B	OCI = dom.50
F) Qualità del piano di concordato			
<i>Grado di sviluppo dei contenuti del piano di concordato</i>	Chiara identificazione della natura del concordato (liquidazione vs continuità) (1 se sì; 0 altrimenti)	Dom_33_A_C	OCI = dom. 33
	Esplicita definizione del valore di stima degli assets aziendali (1 se sì; 0 altrimenti)	Dom_35_A_B	OCI = dom. 35

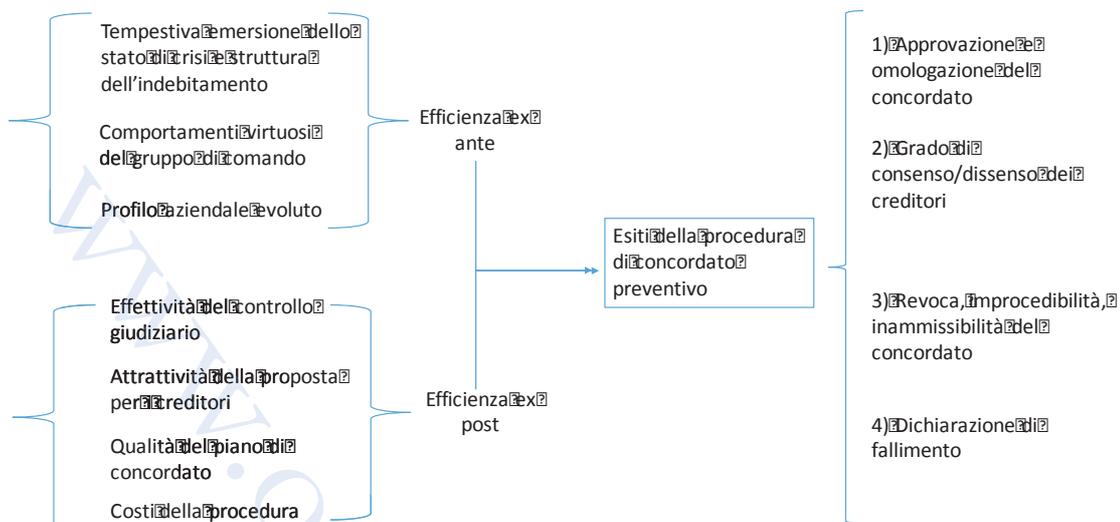
	Articolazione delle operazioni straordinarie <i>(1 se include almeno un'operazione straordinaria; 0 altrimenti)</i>	Dom_36Si	OCI = dom. 36
	Operazioni di ristrutturazione finanziaria <i>(1 se include almeno un'operazione di ristrutturazione finanziaria; 0 altrimenti)</i>	Dom_37Si	OCI = dom. 37
	Operazioni di ristrutturazione del business <i>(1 se include almeno un'operazione di ristrutturazione del business; 0 altrimenti)</i>	Dom_38Si	OCI = dom. 38
Rigore metodologico del processo di elaborazione del piano di concordato	Consulenza esterna evoluta nella elaborazione del piano <i>(1 se sì; 0 altrimenti)</i>	Dom_39_A_B_C	OCI = dom. 39
	Analisi delle cause e circostanze del dissesto <i>(1 se è stata abbastanza o molto particolareggiata ed esaustiva; 0 altrimenti)</i>	Dom_40_A_B	OCI = dom. 40
	Analisi di sensitività e di stress <i>(1 se sì; 0 altrimenti)</i>	Dom_41A	OCI = dom. 41
	Programmazione dei flussi di cassa <i>(1 se sì; 0 altrimenti)</i>	Dom_42A	OCI = dom. 42
	Partecipazione del professionista attestatore alla formazione del piano <i>(1 se sì; 0 altrimenti)</i>	Dom_43A	OCI = dom. 43
	Rigore delle analisi condotte dal professionista attestatore <i>(1 se sì; 0 altrimenti)</i>	Dom_44A	OCI = dom. 44
	Rilievi e/o riserve formulate dal professionista attestatore <i>(1 se sì; 0 altrimenti)</i>	Dom_45A	OCI = dom. 45
	Rilievi e/o riserve formulate dal commissario giudiziale <i>(1 se sì; 0 altrimenti)</i>	Dom_46A	OCI = dom. 46
	G) Costi diretti della procedura	Spese della procedura <i>(1 se la somma delle spese sostenute prima e successivamente del ricorso per lo svolgimento della procedura è sopra la media; 0 se sotto la media)</i>	Dom_62_A_B_bin
Compensi erogati a commissario, ausiliari, professionisti			OCI = dom. 63

Di seguito vengono rappresentate le statistiche descrittive per ciascuna variabile:

	N	Minimo	Massimo	Media	Deviazione Std.
z-score	594	-538.23	6.57	-2.4483	24.94281
Leverage	474	-290	978	4.08	56.693
social_debts	390	.00	1.00	.2205	.41513
suppliers_debts	390	.00	1.00	.2154	.41162
banks_debts	390	.00	1.00	.2333	.42350
shareholders_debts	388	.00	1.00	.1314	.33832
imm_mat_AT_binary	474	.00	1.00	.4958	.50051
Dom_8A	771	0	1	.42	.495
Dom_9A	771	0	1	.09	.286
Dom_11A	771	0	1	.12	.326
spa_srl	610	.00	1.00	.1344	.34139
family	771	.00	1.00	.3320	.47125
Dom_5A	771	0	1	.96	.205
Dom_7B	771	0	1	.16	.365
Dom_10Si	771	.00	1.00	.3204	.46692
Dom_12A_B	771	.00	1.00	.0765	.26601
Dom_13Si	771	.00	1.00	.2672	.44278
Dom_14G	771	0	1	.46	.499
Dom_15Si	771	.00	1.00	.2685	.44346
Dom_16G	771	0	1	.09	.282
Dom_19A	771	0	1	.71	.452
Dom_18A	771	0	1	.72	.450
Dom_46A	141	1.00	1.00	1.0000	.00000
Dom_32A	771	0	1	.03	.167
Dom_60Si	771	.00	1.00	.1647	.37117
Dom_27B	517	.80	100.00	27.5291	22.71244
Dom_28A	771	0	1	.24	.430
Dom_29	202	0	51	3.83	3.806
Dom_30A	771	0	1	.23	.422
Dom_50_A_B	444	.00	1.00	.6104	.48822
Dom_33_A_C	771	.00	1.00	.6018	.48984
Dom_35_A_B	142	.00	1.00	.6972	.46110
Dom_36Si	771	.00	1.00	.1375	.34458
Dom_37Si	771	.00	1.00	.0986	.29828
Dom_38Si	771	.00	1.00	.0869	.28187
Dom_39_A_B_C	579	.00	1.00	.9585	.19950
Dom_40_A_B	575	.00	1.00	.7478	.43464
Dom_41A	561	.00	1.00	.1907	.39323
Dom_42A	563	.00	1.00	.4458	.49750
Dom_43A	554	.00	1.00	.1931	.39512
Dom_44A	114	1.00	1.00	1.0000	.00000
Dom_45A	409	1.00	1.00	1.0000	.00000
Dom_46A	771	0	1	.18	.387
Dom_62_A_B_bin	341	.00	1.00	.2463	.43151

Tabella 2. Statistiche descrittive

In sintesi, nella figura seguente è formalizzato il modello generale di studio delle variabili di efficienza rispetto ai possibili esiti della procedura di concordato preventivo:



4. Base dati

La base dei dati è costituita dai concordati preventivi in due regioni italiane, Toscana e Puglia, rilevati nel loro stato in essere durante i mesi di marzo-aprile 2016. Complessivamente sono stati raccolti 728 questionari, di cui l'83% circa proveniente dalla Toscana e il restante dalla Puglia, compilati da commissari giudiziali e giudici delegati di 13 tribunali in queste due regioni.

I dati raccolti dai questionari sono stati incrociati con dati raccolti da Aida - Bureau van Dijk, riducendo così a 584 il numero delle imprese con dati completi sia finanziari che dal questionario. Non sono state date risposte su tutto il questionario e i dati AIDA non sempre risultano completi su tutte le voci economico-finanziarie, variando così il numero dei casi a seconda della domanda/variabile considerata.

La Figura 1 rappresenta la distribuzione delle imprese presenti nel campione nelle provincie dove si sono registrate. Firenze rappresenta la numerosità più alta delle imprese (182), seguita da Prato (128)



Legenda: L'intensità del colore della provincia, si basa sull'aumento del numero delle imprese.

Figura 1. Distribuzione geografica delle imprese per provincia

Il questionario ha incluso 63 domande sul profilo aziendale, stato della procedura e caratteristiche della proposta di concordato, tipologia procedurale di liquidazione/concordato/misto, caratteristiche del piano di concordato e sui costi della procedura. Sono state date in totale 718 risposte specifiche alla tipologia d'impresa con una distribuzione più alta di società a responsabilità limitata (493) e società per azioni (72) (vedere la

Tipo d'impresa	Numero	%
impresa individuale	45	6%
società in nome collettivo	41	6%
società in accomandita semplice	42	6%
società a responsabilità limitata unipersonale	82	11%
società a responsabilità limitata con pluralità di soci	411	57%
società per azioni	72	10%
società per azioni unipersonale	4	1%
società in accomandita per azioni	3	0%
società cooperativa	18	3%

Tabella 3. Distribuzione delle tipologie d'impresa che sono state incluse nel questionario OCI.).

Tipo d'impresa	Numero	%
impresa individuale	45	6%

società in nome collettivo	41	6%
società in accomandita semplice	42	6%
società a responsabilità limitata unipersonale	82	11%
società a responsabilità limitata con pluralità di soci	411	57%
società per azioni	72	10%
società per azioni unipersonale	4	1%
società in accomandita per azioni	3	0%
società cooperativa	18	3%

Tabella 3. Distribuzione delle tipologie d'impresa che sono state incluse nel questionario OCI.

5. Presentazione dei risultati

In questo paragrafo sono presentati i risultati distintamente per ciascun ambito di analisi delle variabili esplicative degli esiti delle procedure di concordato.

Per analizzare l'impatto delle variabili di efficienza economica, quali a) tempestiva emersione dello stato di crisi e struttura dell'indebitamento; b) comportanti virtuosi del gruppo di comando; c) profilo aziendale evoluto; d) effettività del controllo giudiziario durante la procedura; e) attrattività della proposta per i creditori sociali; f) qualità del piano di concordato; e g) costi diretti della procedura sugli quattro esiti della procedura di concordato preventivo, sono stati utilizzati modelli logit, calcolando così la probabilità che le suddette variabili di efficienza economica hanno su: (i) approvazione e omologazione del concordato; (ii) grado di consenso/dissenso dei creditori; (iii) revoca, improcedibilità del concordato; e (iv) dichiarazione del fallimento.

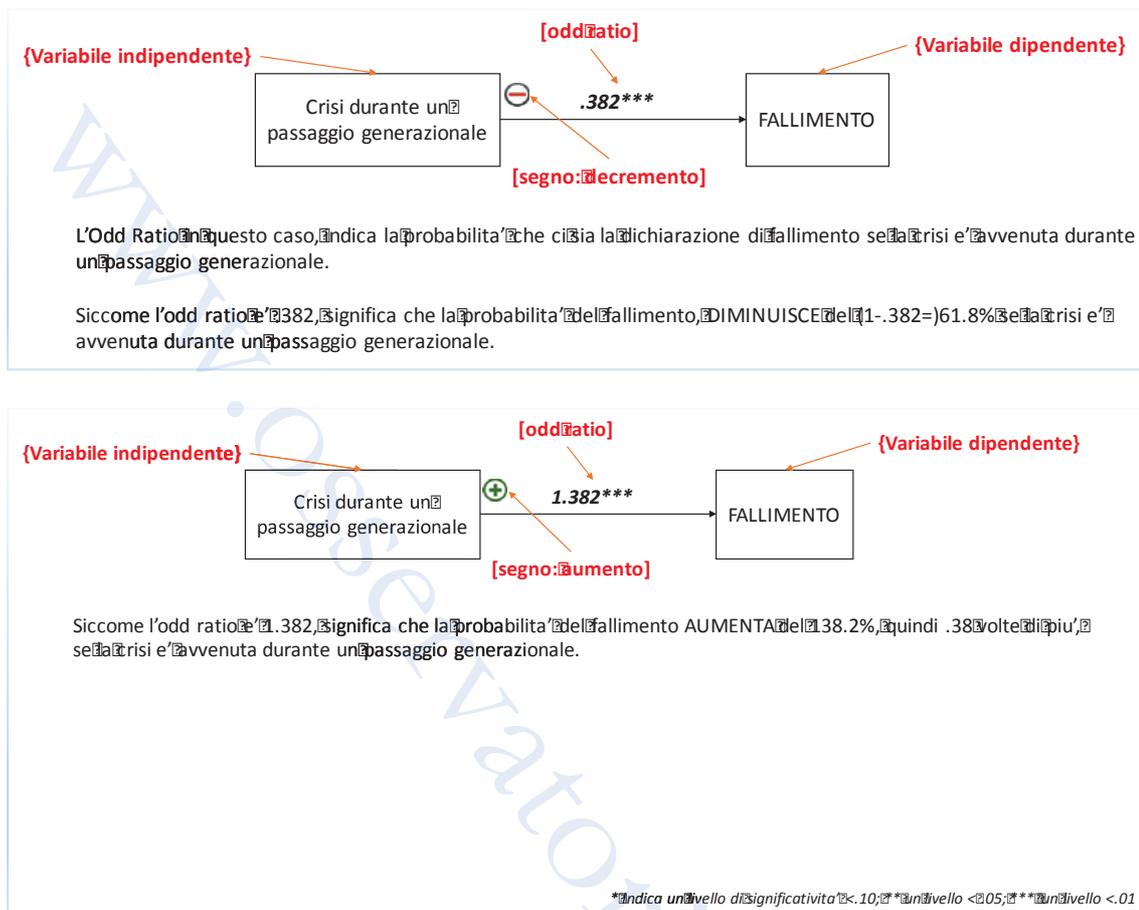
I modelli logit sono stati scelti data la natura dicotomica dei dati, sia delle variabili dipendenti che quelle indipendenti. Questi modelli sono appropriati quando la risposta richiede solo uno dei due possibili valori che rappresentano l'affermazione o il dissenso, o più in generale la presenza o assenza di un attributo di interesse. La misura che viene utilizzata come determinante della relazione in questi modelli sono gli *odds ratio* (OR). Gli OR sono una misura di associazione tra un'affermazione e un risultato. Rappresentano la probabilità che un risultato si può verificare data una particolare affermazione, rispetto alle probabilità del risultato contrario che si può verificare nel caso di dissenso.

Le variabili dipendenti sono tutte di natura dicotomica (approvazione e omologa del concordato; grado consenso/dissenso dei creditori; revoca, improcedibilità inammissibilità del concordato; dichiarazione di fallimento) cosicché sono stati

utilizzati modelli logit/probit per determinare le relazioni di causa effetto tra le variabili indipendenti e le variabili dipendenti.

Nella figura seguente è rappresentato schematicamente un esempio di come si leggono i risultati descritti nei paragrafi che seguono:

Figura 2 – Esempio di lettura dei risultati



Inoltre occorre tenere presente che non sempre i risultati sono statisticamente significativi. Allo scopo di segnalare al lettore i casi di significatività statistica i dati sono contraddistinti dall'uso del grassetto. Per contro, i dati non in grassetto non sono statisticamente significativi per cui pur riportando un certo coefficiente e indicando un certo segno non possiamo dire che esista una relazione sufficientemente robusta da sottendere una relazione di causa-effetto tra le variabili di volta in volta esaminate.

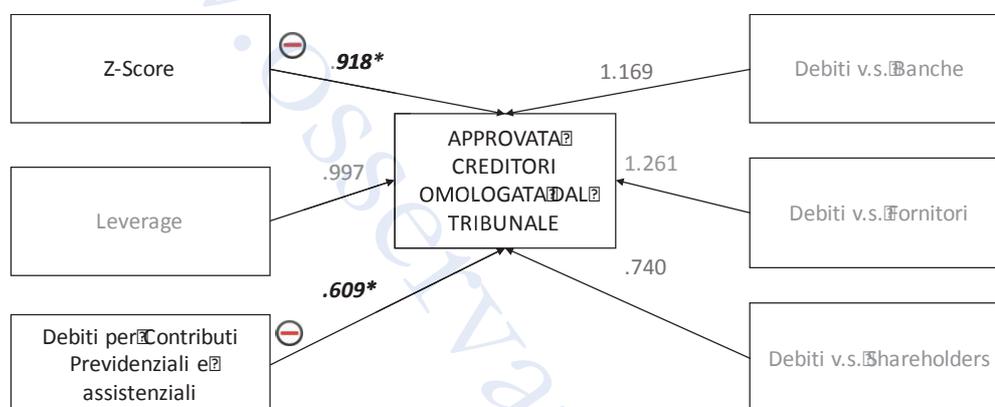
Tempestiva emersione dello stato di crisi e struttura dell'indebitamento

In quale misura lo stato iniziale di crisi e la struttura dell'indebitamento delle imprese che scelgono la procedura di concordato spiegano gli esiti del concordato stesso? Le assunzioni teoriche di partenza suggeriscono che le imprese che emergono dalla crisi in modo tempestivo e che presentano uno stato reversibile hanno maggiori probabilità di intraprendere una procedura di concordato preventivo con esito positivo. Inoltre, ci aspettiamo che sia rilevante la struttura dell'indebitamento d'impresa poiché una struttura del debito concentrata nelle mani di pochi creditori o di creditori della stessa categoria d'interessi, dovrebbe rendere più facile il raggiungimento di un accordo.

Le variabili che rappresentano la tempestiva emersione dello stato di crisi e struttura dell'indebitamento sono z-score, *leverage*, debiti per contributi previdenziali e assistenziali, v.s. banche, v.s. fornitori, v.s. shareholders. Questi dati sono stati calcolati da AIDA (vedere la Tabella 2).

I risultati del modello statistico evidenziano le seguenti relazioni rispetto al caso in cui il concordato venga approvato dai creditori e omologato dal tribunale:

Figura 3 – Analisi degli effetti rispetto all'esito positivo del concordato



* Indica un livello di significatività $<.10$; ** un livello $<.05$; *** un livello $<.01$

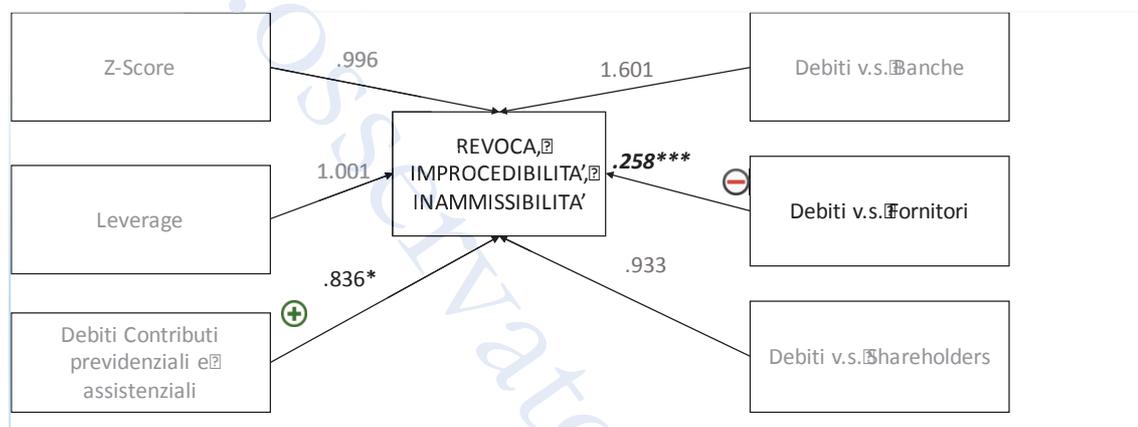
Lo z-score è un indicatore predittivo dello stato di insolvenza di un'impresa. I modelli empirici utilizzano un approccio induttivo e statistico su un campione di aziende significativo per trarre delle regole di valenza generale. I tentativi di elaborazione di modelli empirici sono stati molteplici (Beaver, 1966, Altman, 1968, Taffler and Tisshaw, 1977, Ezzamel et al., 1987). In questo studio abbiamo impiegato il modello "Z score model" di Altman. Lo "Z score" è un valido modello diagnostico della crisi d'impresa, caratterizzato da un elevato tasso di affidabilità (percentuale di errore compresa tra il 15% ed il 25%), anche in situazioni contraddistinte da anomalie contabili (società prossime al dissesto che inquinano i risultati di bilancio con dati non veritieri per dissimulare il proprio status). In questo studio abbiamo utilizzato il modello di Altman adattato alla realtà delle PMI italiane (Bottani et al., 2004).

Lo schema di figura 2 mostra che lo z-score calcolato sulla base dei bilanci aziendali l'anno antecedente la domanda di concordato è un indicatore predittivo dell'esito del concordato, ovvero se lo stato di crisi dell'impresa è meno grave allora aumenta la probabilità di circa il 10% che il concordato venga approvato e omologato.

Al contempo i risultati del modello suggeriscono che la struttura dell'indebitamento è un fattore rilevante ai fini dell'esito del concordato. Mentre l'entità e il peso dei crediti

verso le banche, i fornitori e gli azionisti non sono statisticamente significativi, il modello evidenzia come nelle imprese dove vi è un più elevato peso dei debiti per contributi previdenziali e assistenziali aumenta la probabilità di un esito negativo del concordato. Una possibile spiegazione di questa relazione può essere ricercata nel fatto che tale tipologia di debiti genera frequentemente nelle imprese in grave stato di crisi comportamenti dilatori se non addirittura in frode alla legge. A conferma di ciò, l'analisi degli effetti rispetto alla revoca, improcedibilità, inammissibilità del concordato, fa registrare un effetto positivo dei debiti per contributi previdenziali e assistenziali:

Figura 4



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Comportamenti virtuosi del gruppo di comando

In base alle assunzioni teoriche il concordato preventivo è un meccanismo istituzionale efficiente di soluzione della crisi d'impresa se incentiva gli imprenditori a non assumere comportamenti opportunistici o fraudolenti. I cambiamenti nel gruppo di comando dell'impresa sono frequentemente indicati dalla letteratura economica e dall'esperienza empirica come un approccio necessario per evitare l'inviluppo delle scelte aziendali verso soluzioni non ottimali dal punto di vista delle politiche di investimento e finanziamento. Pertanto ci aspettiamo che i cambiamenti nella governance precedenti alla domanda di concordato, come l'entrata nella compagine amministrativa di nuovi soggetti oppure l'attuazione di veri e propri passaggi generazionali, siano positivamente collegati alla buona riuscita della procedura di concordato. Allo stesso modo gli interventi finanziari dei soci prima del concordato rappresentano un segnale di impegno concreto alla soluzione positiva della crisi d'impresa e dovrebbe essere apprezzato dai creditori sociali e dunque positivamente collegato agli esiti del concordato.

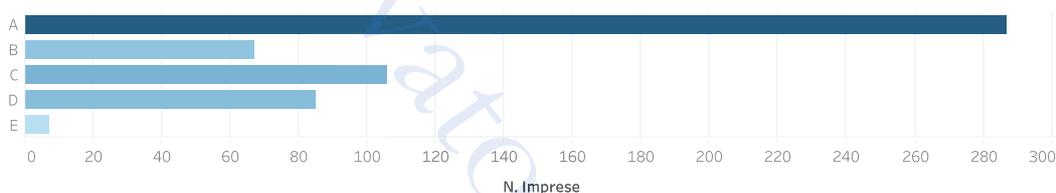
Il Grafico 1 rappresenta la distribuzione delle risposte per i comportamenti virtuosi del gruppo di comando. Bisogna considerare che le risposte considerate sono state filtrate per le imprese per le quali sono stati trovati validi PIVA.

Nei cambiamenti nella composizione dell'organo amministrativo si nota una frequenza più alta per le imprese che hanno avuto un organo in carica da meno di 3 anni. A seguire sono le imprese che hanno avuto da 5-10 anni lo stesso organo amministrativo. La frequenza più bassa si rileva per le imprese con lo stesso organo di più di 30 anni.

I passaggi generazionali non sono una caratteristica delle imprese prese in considerazione. Solo un basso numero di imprese dimostra di avere avuto passaggi generazionali, generalmente di seconda generazione. La frequenza predominante è delle imprese le quali non hanno avuto passaggi generazionali.

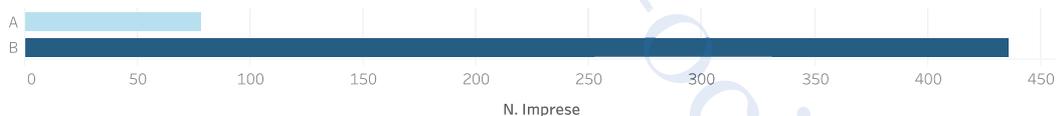
Gli interventi finanziari dei soci prima del concordato non sono un fatto raro. Si può notare una buona frequenza di imprese che hanno avuto interventi di aumento di capitale dei soci.

a) Cambiamenti nella composizione dell'organo amministrativo



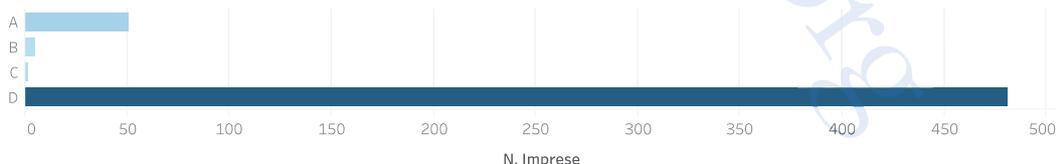
- A. da meno di 3 anni
- B. da 3 anni a 5 anni
- C. da più di 5 anni a 10 anni
- D. da più di 10 anni a 30 anni
- E. da più di 30 anni

b) Interventi finanziari dei soci prima del concordato



- A. sì
- B. no

c) Passaggi generazionali

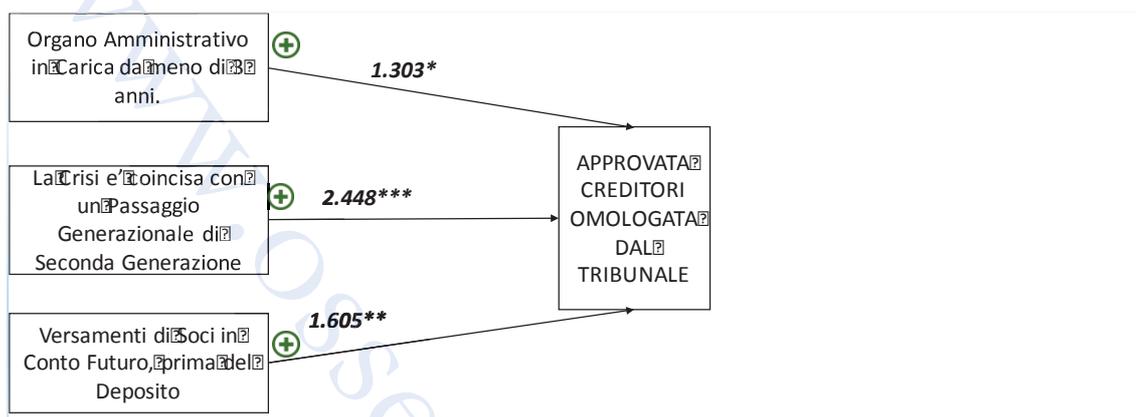


- A. sì, seconda generazione
- B. sì, terza generazione
- C. sì, generazione successiva alla terza
- D. no

Grafico 1. Distribuzione delle risposte per i "Comportamenti virtuosi del gruppo di comando"

I risultati del modello statistico confermano le ipotesi teoriche evidenziando effetti positivi statisticamente significativi particolarmente consistenti:

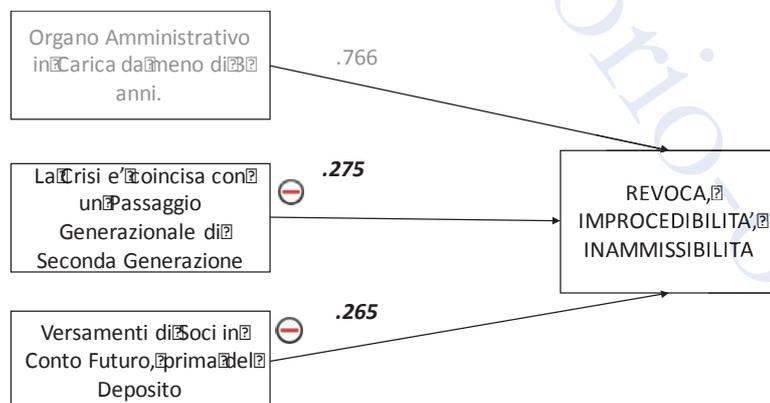
Figura 5



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

I risultati dello studio sono confermati anche con riguardo all'esito negativo del concordato nel caso di revoca, improcedibilità o inammissibilità:

Figura 6



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Profilo aziendale evoluto

Un profilo aziendale evoluto dal punto di vista societario, del governo economico e dello sviluppo manageriale è considerato un fattore rilevante per la gestione non solo in condizioni di fisiologia aziendale, ma anche durante una crisi. La letteratura ha documentato positivi risultati nella gestione delle crisi in corrispondenza di profili

aziendali in cui il governo economico è condiviso con amministratori indipendenti e nei casi in cui gli organi di controllo svolgono effettivamente il ruolo di sorveglianza e monitoraggio dell'adeguatezza degli assetti organizzativi e amministrativo contabili dell'impresa (Paletta 2013; 2015). D'altra parte, lo sviluppo manageriale dell'impresa rappresenta non solo una condizione per la tempestiva emersione della crisi e l'efficacia della sua gestione, ma costituisce di per sé un asset intangibile che accresce il valore dell'impresa rendendola più appetibile per il mercato. In questi termini, ci aspettiamo una relazione positiva tra sviluppo manageriale ed esito della procedura di concordato.

Il Grafico 2 rappresenta la distribuzione delle risposte alle domande del gruppo *"profilo aziendale evoluto"*. Dalla distribuzione si può notare che la forma giuridica più frequente è quella della srl e spa.

Le imprese familiari hanno una frequenza molto più alta rispetto ai casi dove il capitale sociale non sia riconducibile ad una unica famiglia oppure dove l'impresa sia controllata da un fondo di investimento o da una società controllante.

Le imprese del campione non sono molto internazionalizzate. Solo una piccola parte ha attività all'estero nei paesi U.E. ed extra U.E.

L'organo amministrativo è per la maggior parte formato da soggetti legati da vincoli di parentela con la famiglia che detiene il controllo, anche se una parte del campione ha una presenza di amministratori indipendenti all'interno del proprio organo amministrativo.

Esistono vari organi di controllo tra i quali il più frequente è il collegio sindacale e il revisore legale. Si nota un'assenza sia della funzione di risk management e *corporate compliance* che del consiglio di sorveglianza che come noto è tipico dei sistemi duali di governance.

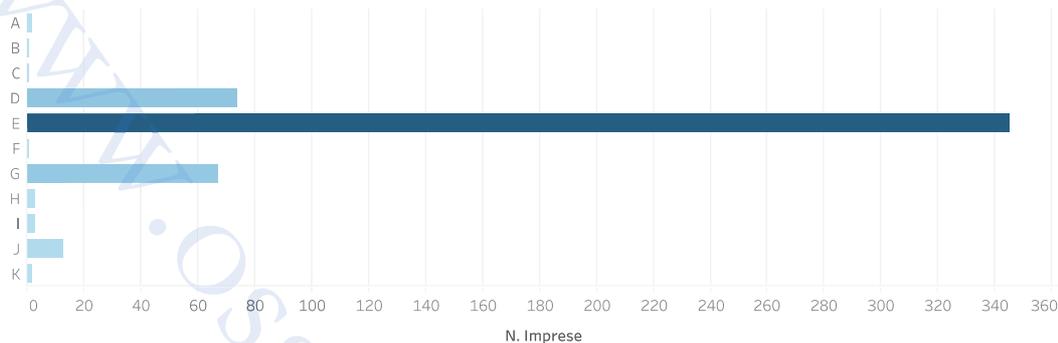
La struttura organizzativa è caratterizzata per la maggior parte da impiegati e operai, lasciando solo un piccolo gruppo d'impresе con delle funzioni dirigenziali o di funzionari e quadri.

Gli strumenti di pianificazione e controllo di gestione non risultano per la maggioranza delle imprese. Solo la metà delle imprese in considerazione rilevano la presenza di strumenti come la contabilità analitica, la quale dimostra di essere lo strumento più frequente rispetto a piano strategico, programmi operativi e master budget, bilanci infra-annuali, bilancio consolidato di gruppo e sistemi di misurazione della performance.

Più frequenti sono le forme di strutturazione organizzativa, dove si evidenziano le certificazioni di qualità, sicurezza e ambiente, oltre alla presenza di organigramma e funzioni-gramma.

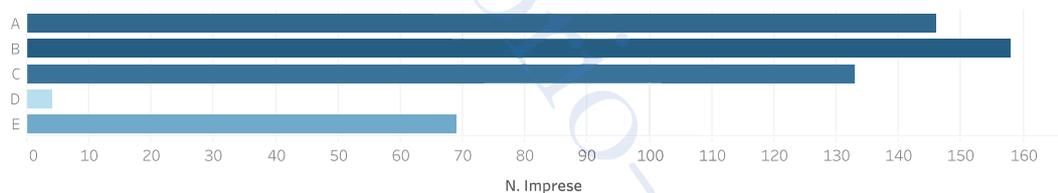
Le imprese dimostrano di avvalersi in buona parte di consulenza esterna, come ad esempio la tenuta contabile e formazione dei bilanci, oppure la gestione tributaria e la tassazione d'impresa. Meno affidamento all'esterno si fa rispetto alle attività di risk assessment e auditing.

a) Forma giuridica dell'impresa



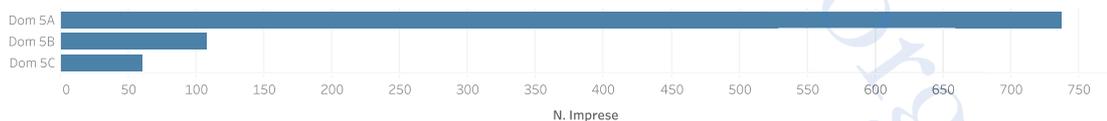
- A. impresa individuale
- B. società in nome collettivo
- C. società in accomandita semplice
- D. società a responsabilità limitata unipersonale
- E. società a responsabilità limitata con pluralità di soci
- F. società semplificata a responsabilità limitata di cui all'art. 2463-bis c.c.
- G. società per azioni
- H. società per azioni unipersonale
- I. società in accomandita per azioni
- J. società cooperativa
- K. altro

b) Impresa familiare



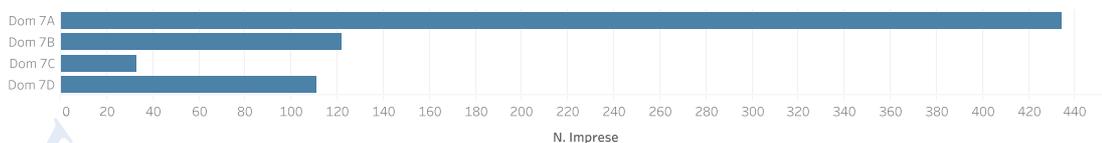
- A. totalmente di proprietà dei componenti di un'unica famiglia (impresa individuale o familiare ex art. 230-bis c.c.)
- B. controllato a maggioranza dai componenti di un'unica famiglia
- C. frammentato e non riconducibile ai componenti di un'unica famiglia
- D. controllato da un fondo di investimento
- E. di proprietà di una società controllante ex art. 2359 c.c.

c) Internazionalizzazione



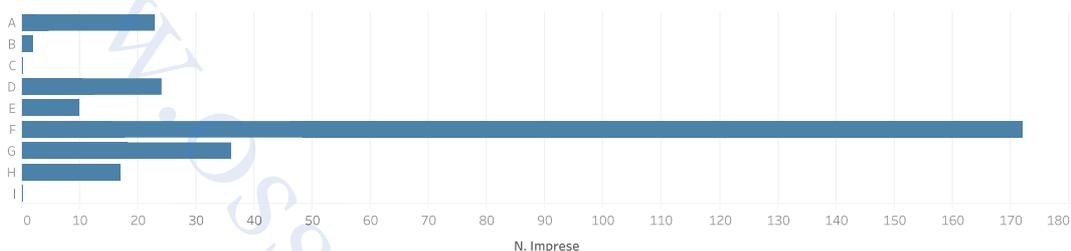
- A. Italia
- B. Paesi della U.E.
- C. Paesi extra U.E.

d) Composizione dell'organo amministrativo



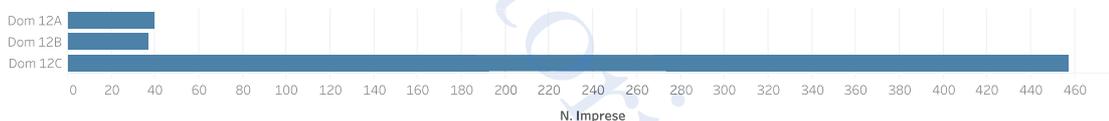
- A. soggetti legati da vincoli di parentela con la famiglia che detiene il controllo (o la totalità) del capitale di rischio
- B. amministratori indipendenti
- C. amministratori esecutivi che ricoprono anche funzioni di management
- D. amministratori diversi dalle tipologie che precedono

e) Organi di controllo



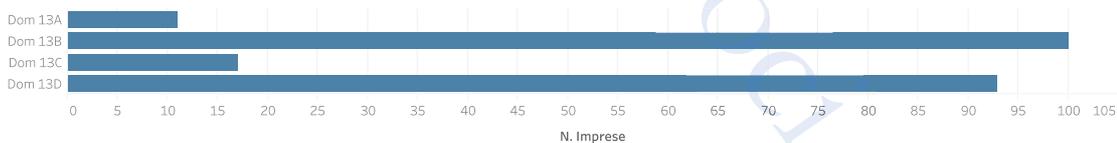
- A. comitato di controllo interno costituito in seno al consiglio di amministrazione
- B. organismo di vigilanza ex d.lgs. n. 231/2001
- C. funzione di risk management e corporate compliance
- D. direzione amministrazione finanza e controllo
- E. revisione interna (internal auditing)
- F. collegio sindacale con responsabilità di controllo legale dei conti
- G. revisore legale
- H. società di revisione legale consiglio di sorveglianza ex art. 2409-octies c.c. (sistema dualistico)
- I. consiglio di sorveglianza ex art. 2409-octies c.c. (sistema dualistico)

f) Struttura manageriale



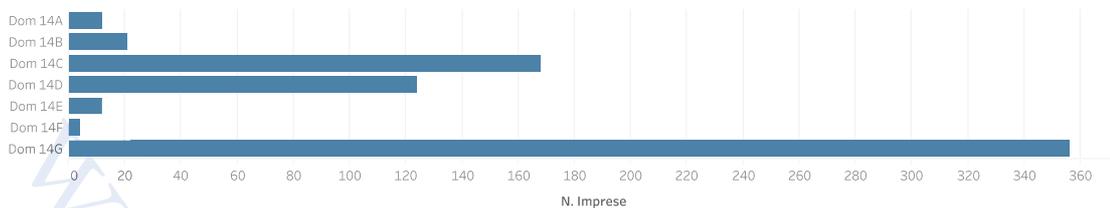
- A. dirigenti
- B. funzionari e quadri
- C. impiegati e operai

g) Struttura manageriale (2)



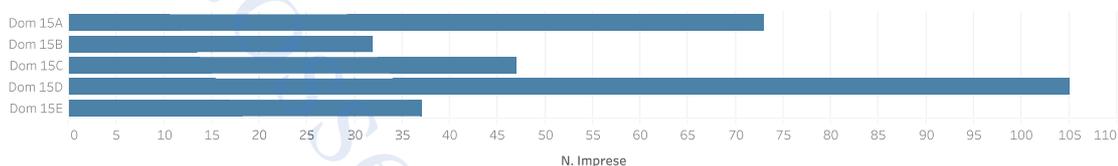
- A. comitato esecutivo di gestione
- B. direzione generale
- C. funzioni direttive per aree di business (responsabile di settore di attività, di mercati geografici, ecc.)
- D. funzioni direttive per aree funzionali (produzione, commerciale, amministrazione, ecc.)

h) Strumenti di pianificazione e controllo di gestione



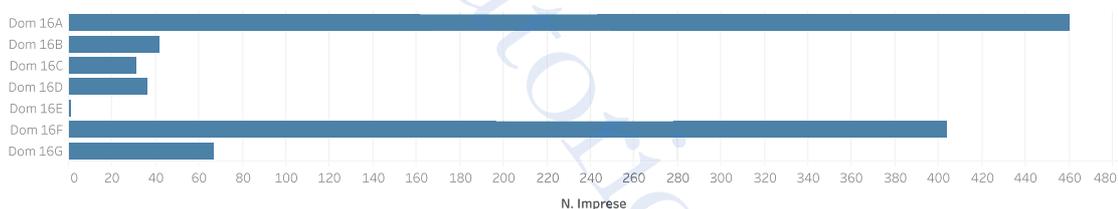
- A. piano strategico
- B. programmi operativi e master budget
- C. contabilità analitica
- D. bilanci infraannuali
- E. bilancio consolidato di gruppo
- F. sistemi di misurazione della performance (ad es., key performance indicators)
- G. non risulta nessuno degli strumenti descritti in precedenza

i) Strutturazione organizzativa



- A. organigramma e funzionigramma (analisi dettagliata delle singole funzioni aziendali e dei relativi responsabili univoci)
- B. mansionari e job description
- C. procedure operative standard (POS) per la gestione dei processi aziendali
- D. certificazioni di qualità, sicurezza e ambiente
- E. altro (indicare)

j) Consulenza manageriale esterna

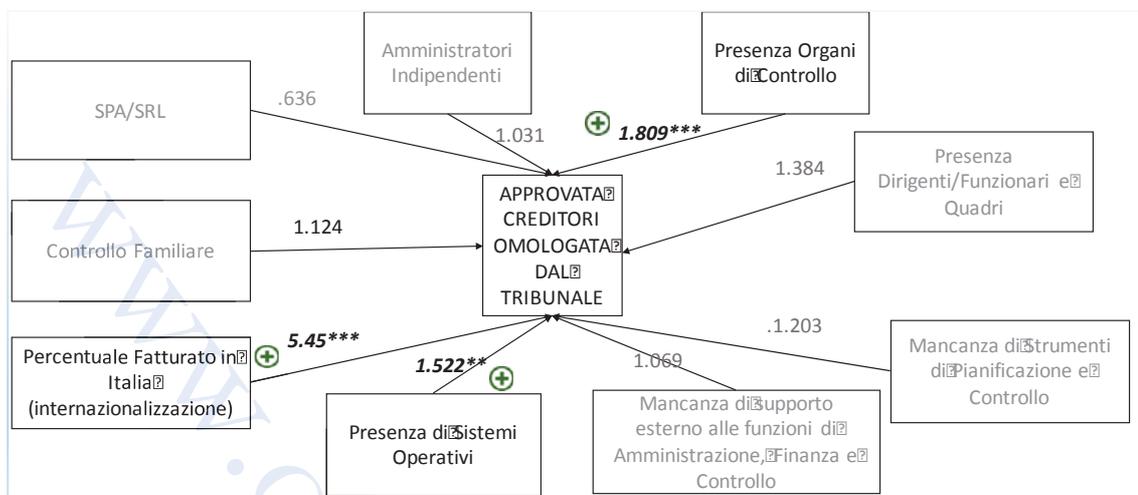


- A. contabilità generale e formazione dei bilanci destinati a pubblicazione all'esterno
- B. controllo di gestione
- C. attività di tesoreria e rapporti con le banche, compreso il recupero crediti
- D. attività per finanziamenti speciali (finanza agevolata, mutui, prestiti obbligazionari, operazioni di leasing finanziario)
- E. attività di risk assessment and auditing
- F. gestione tributaria e della tassazione d'impresa
- G. nessuna

Grafico 2. Profilo Aziendale Evoluto

I risultati del modello statistico evidenziano le seguenti relazioni:

Figura 7



* Indica un livello di significatività $<.10$; ** un livello $<.05$; *** un livello $<.01$

In generale, le frequenze dei questionari evidenziano uno scarso sviluppo manageriale delle imprese in concordato. Soltanto l'1,8% sostiene di avere un piano strategico e la percentuale si abbassa allo 0,7% se si chiede di indicare l'utilizzo di sistemi di misurazione della performance. Nel 61,2% dei casi non risulta alcuno strumento di pianificazione e controllo di gestione. In considerazione di ciò è problematico cercare relazioni statisticamente significative che possano spiegare gli esiti del concordato. Emerge comunque la significatività della relazione positiva con l'approvazione e l'omologazione del concordato sia della variabile "organi di controllo" (aumenta di quasi 2 volte la probabilità di approvazione) sia della variabile "sistemi operativi" la quale segnala un elevato grado di strutturazione organizzativa dell'impresa in concordato (organigramma e funzionigramma, mansionari e job description, procedure operative standard; certificazioni di qualità, sicurezza, ambiente, ecc.).

Effettività del controllo giudiziario

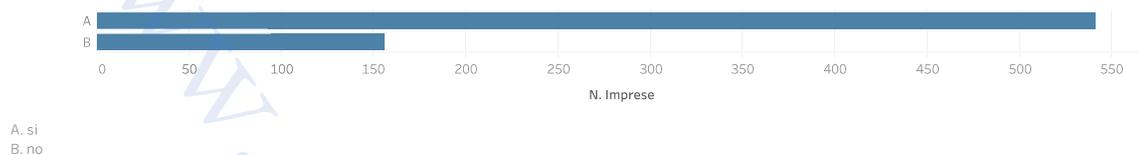
I dati rilevati con il questionario OCI hanno permesso di studiare la relazione tra alcuni aspetti del controllo giudiziario e gli esiti del concordato.

La nomina del commissario giudiziale è la regola per la maggioranza dei casi. Quasi un terzo dei casi risulta non avere tale nomina (vedere Grafico 3). Lo stesso si può dire per la domanda con riserva di deposito di proposta di concordato preventivo/accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis l.f., con la documentazione relativa. Solo un terzo non ha presentato tale domanda, mentre la maggioranza dominante lo ha fatto.

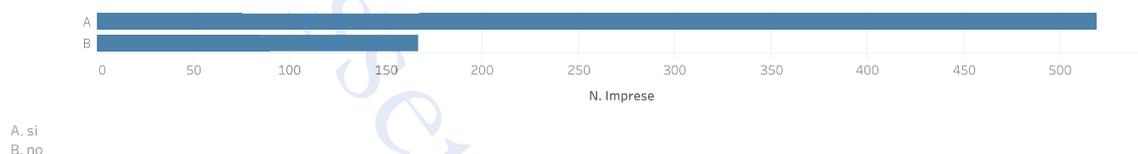
Riguardo ai rilievi del commissario giudiziale nella propria relazione, la metà delle imprese non ne presenta. La maggior parte ha rilievi diversi da quelli relativi alla veridicità dei dati aziendali, ai tempi eccessivamente lunghi per la fattibilità del piano,

alla non coerenza tra cause o gravità della crisi e strategie di risanamento proposte, alla non fondatezza delle strategie su dati rilevanti, oppure alla presentazione di risultati prospettici non realistici. Interessante è il fatto che quasi 30 imprese hanno problemi di non veridicità dei dati aziendali.

a) Nomina del commissario giudiziale



b) Domanda con riserva di deposito della proposta



c) Rilievi e/o riserve formulate dal commissario giudiziale

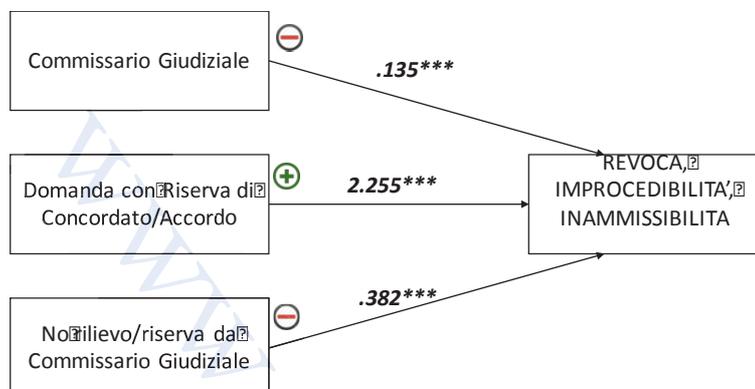


- A. no, non ha formulato nessun rilievo o riserva
- B. sì, in merito alla veridicità dei dati aziendali
- C. sì, con riguardo ai tempi eccessivamente lunghi per la fattibilità del piano
- D. sì, con riferimento alla non coerenza tra cause o gravità della crisi e strategie di risanamento proposte dall'imprenditore
- E. sì, in quanto le scelte di risanamento proposte dall'imprenditore non sono empiricamente fondate su dati rilevanti
- F. sì, poiché i risultati prospettici (economici, finanziari e patrimoniali) non sono realistici rispetto alle decisioni-azioni indicate nel piano
- G. sì, in merito ad altri aspetti (indicare)

Grafico 3. Effettività del controllo giudiziario durante la procedura

La figura seguente riassume i risultati dell'indagine mettendo in evidenza la relazione tra effettività del controllo giudiziario e i possibili esiti negativi del concordato in termini di revoca ex art. 173 l.f, oppure improcedibilità o inammissibilità:

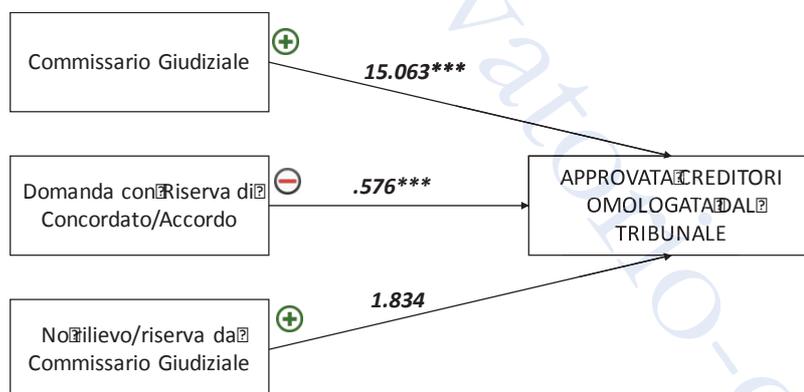
Figura 8



* Indica un livello di significatività $<.10$; ** un livello $<.05$; *** un livello $<.01$

La robustezza dei risultati è confermata se si analizzano gli effetti delle tre variabili rispetto all'esito positivo del concordato. In questo caso s'inverte il segno delle relazioni:

Figura 9



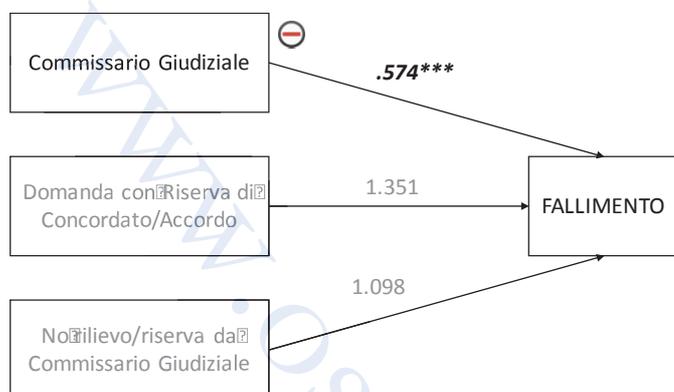
* Indica un livello di significatività $<.10$; ** un livello $<.05$; *** un livello $<.01$

I risultati mostrano che la presentazione di una domanda con riserva aumenta la probabilità di revoca, improcedibilità, inammissibilità di 2,2 volte e riduce la probabilità di approvazione di circa il 43%; la nomina di un commissario giudiziale riduce la probabilità di revoca, improcedibilità, inammissibilità dell'87% e aumenta la probabilità di approvazione di 15 volte; mentre se nella propria relazione, redatta ai sensi dell'art. 172 l.f., il commissario giudiziale non ha formulato rilievi e/o riserve questo riduce la probabilità di revoca improcedibilità, inammissibilità di circa il 62% e aumenta la probabilità di approvazione di 1,8 volte.

A conferma della robustezza dei dati, se si analizza la relazione rispetto ai casi in cui il concordato, per varie ragioni, finisce per abortire in un fallimento, i modelli ci dicono

che la nomina del commissario giudiziale riduce di circa il 43% la probabilità di fallimento:

Figura 10



* Indica un livello di significatività $<.10$; ** un livello $<.05$; *** un livello $<.01$

I risultati confermano l'importante ruolo del commissario giudiziale nel segnalare comportamenti opportunistici e fraudolenti dell'imprenditore in crisi soprattutto nelle fattispecie indicate dall'art 173 l.f. in merito all'occultamento e alla dissimulazione dell'attivo, all'omessa denuncia di uno o più crediti, all'esposizione di passività insussistenti o altri atti di frode. Tuttavia, dai dati emerge il non automatismo tra rilievi del commissario e dichiarazione di fallimento. Per contro, sembra emergere un ruolo del commissario che è più di chiarimento, approfondimento, comprensione del complesso fenomeno aziendale, a supporto del potere decisionale del tribunale.

Attrattività della proposta per i creditori

L'attrattività della proposta dal punto di vista dei creditori sociali fa riferimento sia alla capacità della proposta di assicurare un adeguato soddisfacimento dei crediti sia all'equa distribuzione tra i creditori dei sacrifici imposti dal concordato. Il Grafico 4 mostra la distribuzione delle variabili dell'attrattività della proposta per i creditori sociali.

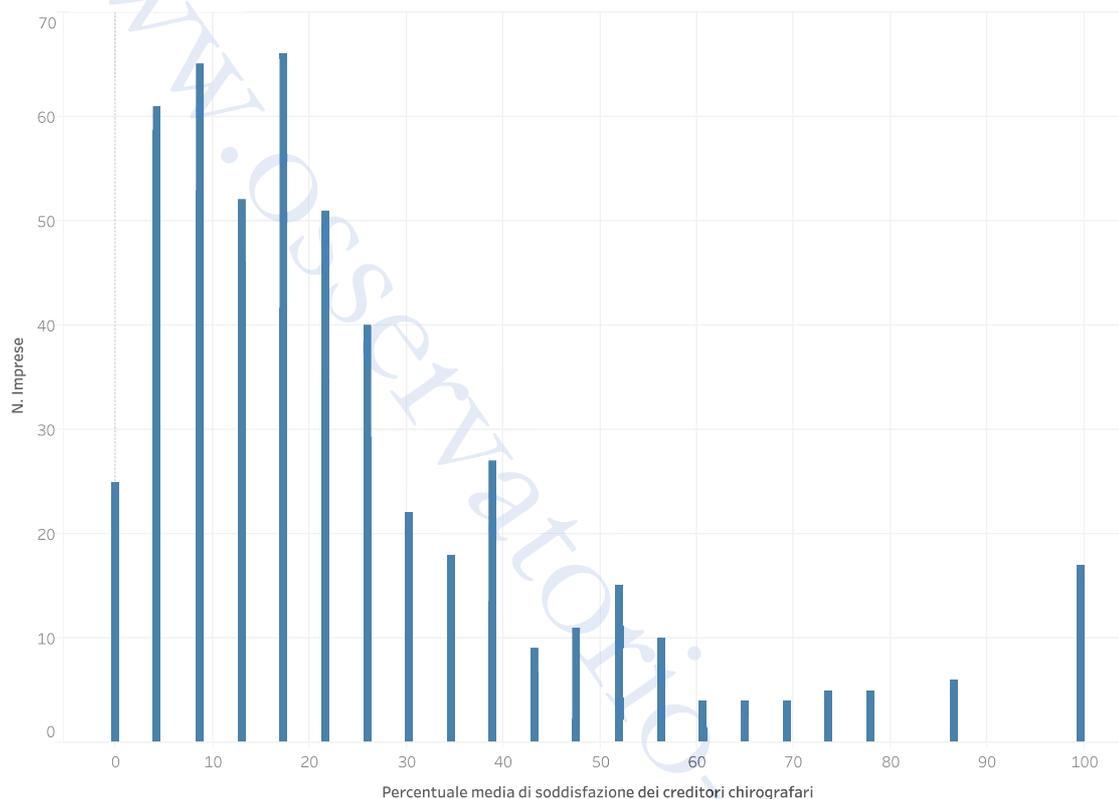
La distribuzione della percentuale media di soddisfazione dei creditori chirografari dimostra un andamento normale con una asimmetria a sinistra. La frequenza più alta si trova tra il 10 e il 20% mentre meno di 20 casi hanno un grado di soddisfazione al 100%.

Quasi 180 imprese dimostrano di avere una chiara suddivisione dei creditori in classi nel piano. Il numero delle classi più frequente è di 2 fino a 5, mentre solo 1 caso anomalo ha segnalato 51 classi.

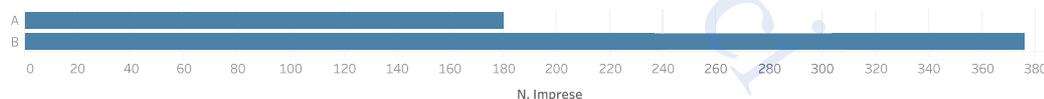
Poco più di 20 imprese dimostrano di non avere offerto un trattamento differenziato ai creditori appartenenti a classi diverse. La maggioranza però rispetta le priorità.

I tempi di esecuzione della proposta sono abbastanza lunghi. Anche se la frequenza più alta si trova nei casi tra uno e tre anni, la numerosità delle imprese con tempi oltre tre e cinque anni è abbastanza rilevante.

a) Percentuale media di soddisfazione dei creditori chirografari

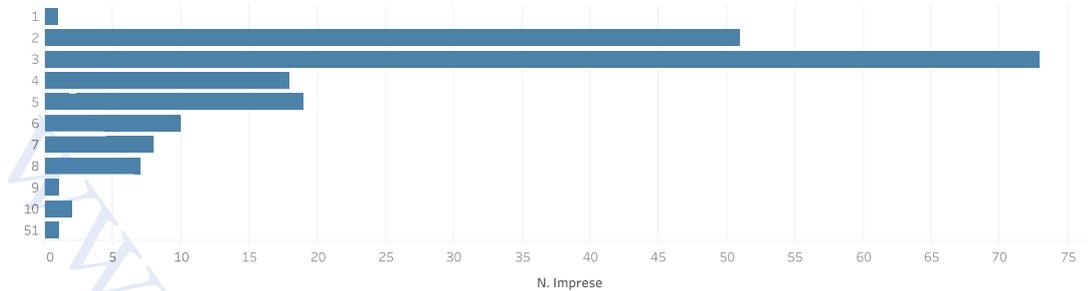


b) Suddivisione dei creditori in classi



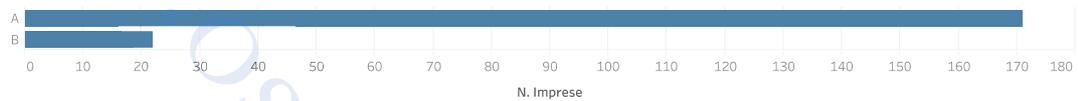
A. si
B. no

c) Numero classi



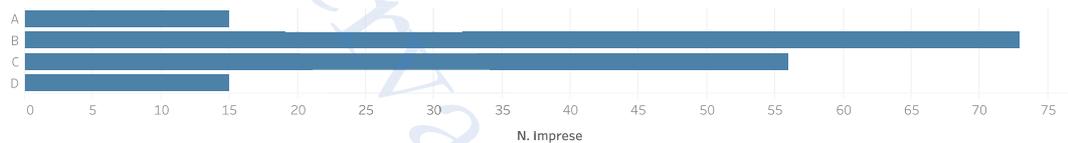
Nello ordinate il numero delle classi dichiarate

d) Trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse



A. si
B. no

e) Tempi per l'esecuzione della proposta

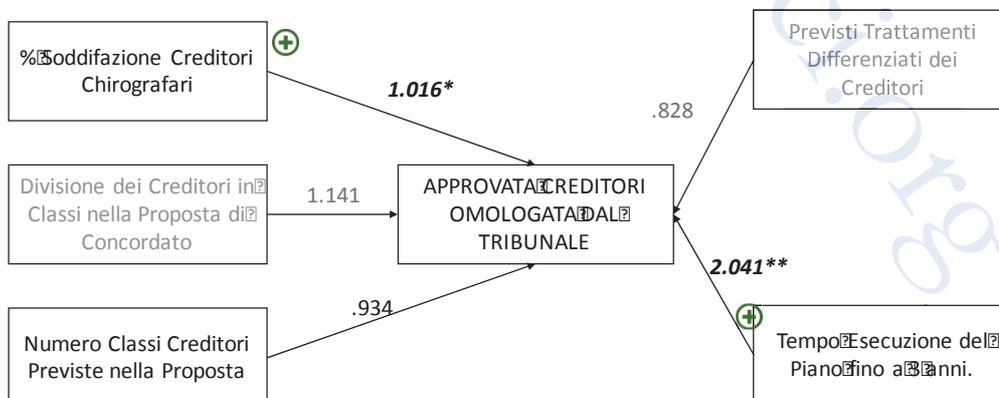


A. fino a un anno
B. da oltre a un anno fino a tre anni
C. da oltre tre anni fino a cinque anni
D. oltre cinque anni

Grafico 4. Attrattività della proposta per i creditori sociali

Il questionario OCI ha permesso di analizzare gli effetti sull'esito del concordato di cinque variabili relative a questo ambito di indagine, come rappresentate nella figura seguente.

Figura 11

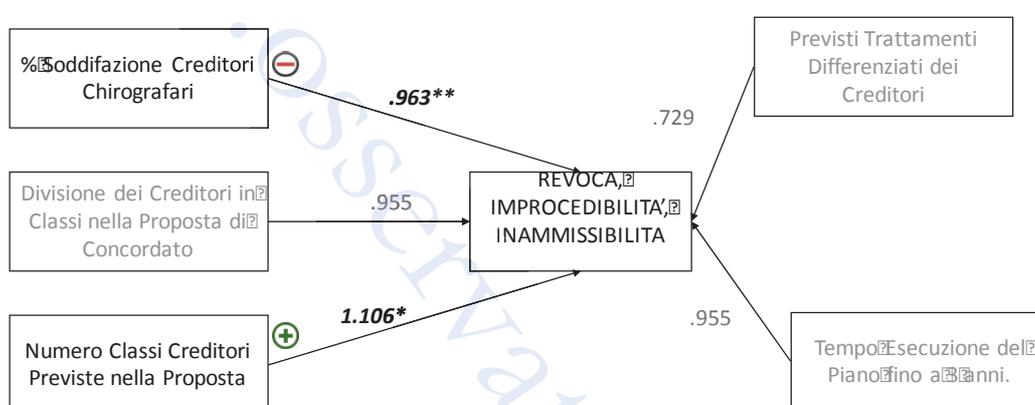


* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Come atteso, quanto maggiore è la percentuale di soddisfazione dei creditori chirografari maggiore è la probabilità di approvazione e omologazione del concordato. Nel contempo, se i tempi di esecuzione sono ridotti questo influenza positivamente il voto dei creditori.

In senso coerente, maggiori percentuali offerte ai creditori riducono la probabilità di revoca, improcedibilità e inammissibilità, mentre quanto più elevato è il numero di classi di creditori previsto dalla proposta, la probabilità di esito negativo aumenta del 100%:

Figura 12



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Grado di sviluppo dei contenuti del piano di concordato

La letteratura economica ha evidenziato il potenziale conflitto di interessi con i creditori e tra i creditori sociali rispetto all'ipotesi di concordato di liquidazione o concordato con continuità aziendale. Soprattutto in questo secondo caso, è stato messo in evidenza che la buona riuscita delle procedure di concordato dipendono dal grado di sviluppo dei contenuti della proposta con riguardo alle attività di ristrutturazione previste e alla ragionevolezza delle stime dei valori aziendali.

Il Grafico 5 rappresenta la distribuzione delle cinque variabili che compongono il grado di sviluppo dei contenuti del piano di concordato. In merito alla natura del concordato, i dati mostrano la prevalenza delle soluzioni liquidatoria rispetto a quelle di continuità aziendale.

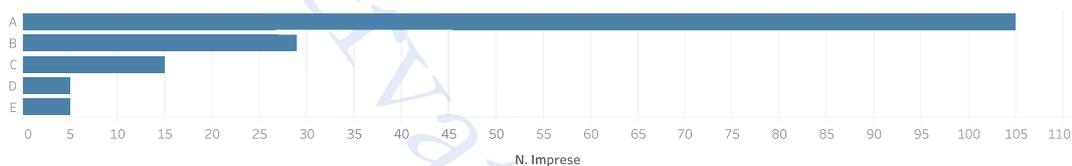
La maggioranza delle imprese risponde alla domanda relativa al valore di stima degli assetti aziendali, ma quasi 45 imprese non hanno incluso nel piano tale informazione.

Quasi 160 imprese hanno sviluppato nel piano tipologie di operazioni straordinarie. La maggioranza dichiara di fare operazioni di cessione di rami d'azienda, seguite da operazioni sugli affitti d'azienda.

Le operazioni di ristrutturazione finanziaria sono dominate da quelle di moratoria per il pagamento dei creditori muniti di titoli di prelazione, seguite da altre operazioni e da nuovi finanziamenti da terzi e soci. Non c'è nessun caso di operazioni di attribuzione ai creditori di azioni, quote, obbligazioni, strumenti finanziari e titoli di debito.

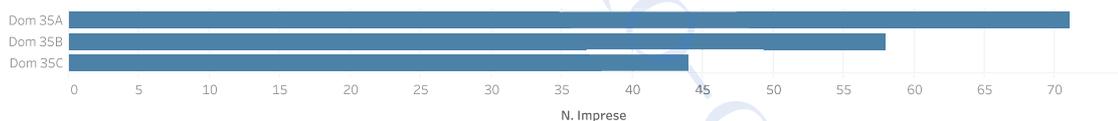
Le operazioni di ristrutturazione del business più frequenti sono quelle di taglio dei costi, partendo dai costi del personale, costi per servizi esterni e quelli per l'acquisto delle materie prime. Queste operazioni sono seguite da operazioni di ristrutturazione organizzativo-gestionale, riorganizzazione produttiva e interventi sulla governance. Le meno frequenti sono le operazioni di cambiamento del top-management e di altre figure chiave.

a) Chiara identificazione della natura del concordato



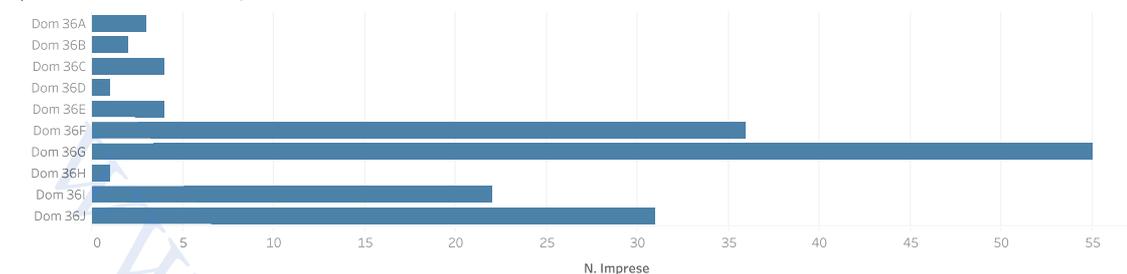
- A. di liquidazione
- B. con continuità aziendale ex art. 186-bis l.f.
- C. misto con prevalenza liquidatori
- D. misto con prevalenza di continuità
- E. non risulta

b) Esplicita definizione del valore di stima degli assets aziendali



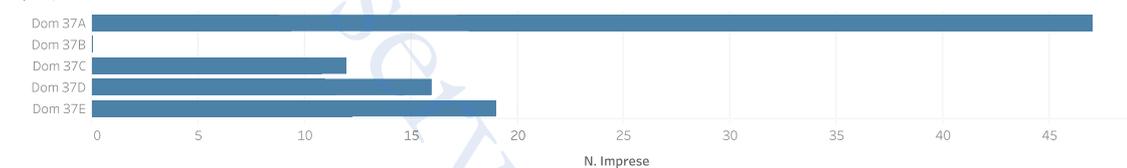
- A. valore dell'azienda o dei rami aziendali oggetto di cessione e/o di conferimento
- B. valore di liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa
- C. il piano non contiene tali informazioni

c) Articolazione delle operazioni straordinarie



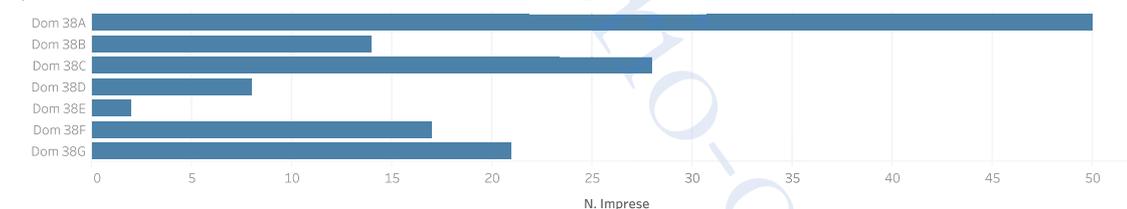
- A. aumento del capitale sociale
- B. cessione di quote del capitale sociale
- C. costituzione di nuove società
- D. fusione
- E. scissione
- F. affitti
- G. cessione di rami d'azienda
- H. trasformazione
- I. contratti estimatori
- J. altro

d) Operazioni di ristrutturazione finanziaria



- A. moratoria per il pagamento dei creditori muniti di titoli di prelazione
- B. attribuzione ai creditori di azioni, quote, obbligazioni, strumenti finanziari e titoli di debito
- C. nuovi finanziamenti da parte dei soci
- D. nuovi finanziamenti da parte di terzi
- E. altro

e) Operazioni di ristrutturazione del business

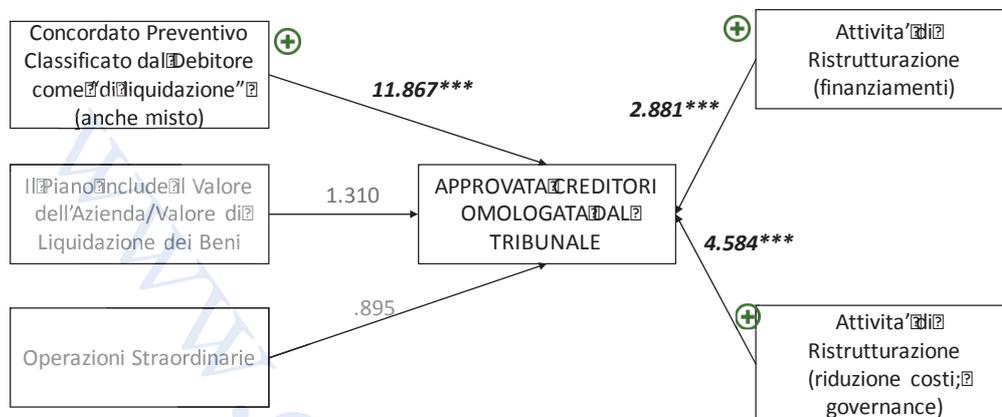


- A. riduzione dei costi del personale
- B. riduzione dei costi di acquisto delle materie prime
- C. riduzione dei costi per servizi esterni
- D. interventi sulla governance dell'impresa (revisione dell'organo amministrativo, degli organi di controllo, ecc.)
- E. cambiamento del top management e di altre figure chiave (direttore amministrazione finanza e controllo, direttore della produzione, direttore marketing, ecc.)
- F. operazioni di riorganizzazione produttiva (famiglie di prodotto, tecnologie produttive, supply chain, ecc.)
- G. operazioni di ristrutturazione organizzativo-gestionale (come lo sviluppo di nuovi sistemi manageriali di pianificazione e controllo, gestione delle risorse umane, ICT, ridefinizione della struttura organizzativa, ecc.)

Grafico 5. Grado di sviluppo dei contenuti del piano di concordato

I modelli di analisi impiegati in questo studio rivelano che esiste una relazione positiva tra concordato di liquidazione, anche misto, e approvazione/omologazione. Mentre nel caso di continuità aziendale è rilevante l'approfondimento delle attività di ristrutturazione e di business con particolare riguardo alle soluzioni che prevedono la riduzione dei costi del personale e interventi sulla governance (revisione dell'organo amministrativo e degli organi di controllo):

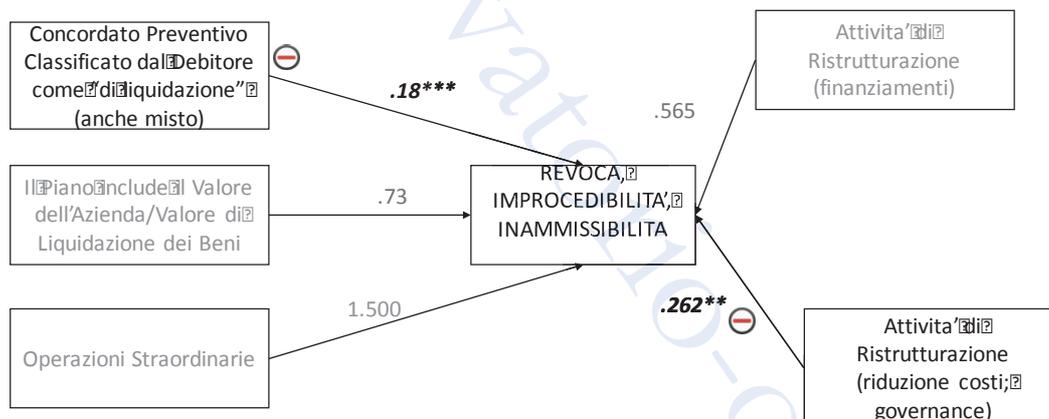
Figura 13



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

I dati sono confermati se si analizza l'effetto di tali variabili rispetto ad un possibile esito negativo del concordato:

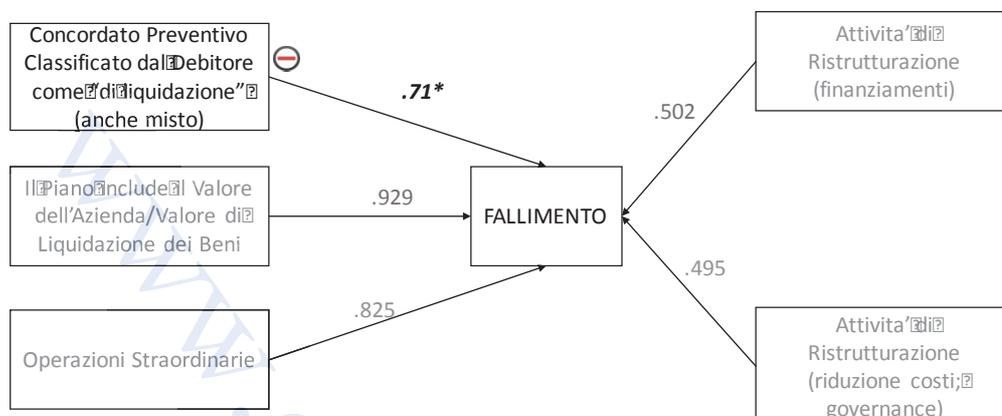
Figura 14



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Infine, è interessante notare come la forza della relazione sia confermata anche rispetto alla successiva dichiarazione di fallimento dell'impresa in concordato. La presenza di attività di liquidazione, prevalente o comunque in congiunzione con la continuazione dell'attività economica reduce la probabilità di fallimento di circa il 30%:

Figura 15



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Rigore metodologico del processo di elaborazione del piano di concordato

Il rigore metodologico del processo di elaborazione del piano di concordato emerge in modo sistematico come uno degli ambiti più chiaramente collegati al buon esito della procedura.

Il Grafico 6 rappresenta le otto variabili del gruppo “rigore metodologico del processo di elaborazione del piano di concordato”.

Alla domanda se il ricorrente si è avvalso di consulenti, diversi dal professionista indipendente, per la redazione del piano, la maggioranza assoluta ha risposto di sì, con una prevalenza di consulenti specialistici nella gestione della crisi, a seguire soggetti già consulenti della società e anche nuovi specialisti, e precedenti consulenti dell'impresa. Solo un caso ha risposto di avere redatto il piano internamente senza l'utilizzo di consulenti esterni.

La domanda di concordato preventivo, secondo le valutazioni degli organi della procedura, esprime, nel piano o nella proposta, un'analisi delle cause e circostanze del dissesto ritenuta abbastanza particolareggiata. Questi casi insieme a quelli con un'analisi esaustiva creano la maggioranza assoluta dei casi. Solo 27 casi non hanno un'analisi abbastanza esaustiva oppure per niente esaustiva.

Interessante è il fatto che la maggioranza dei casi non ha incluso un'analisi di sensitività e di stress (ipotesi peggiorative di qualche elemento o inserimento di fattori di rischio) per verificare la sostenibilità della proposta. All'incirca solo 40 casi hanno incluso tali test. Invece, riguardo alla schedulazione degli incassi e dei pagamenti, alla precisa determinazione dei tempi delle entrate da realizzazioni e dei pagamenti ai creditori, nonché delle modalità di riparto, i casi che hanno incluso la programmazione dei flussi nel

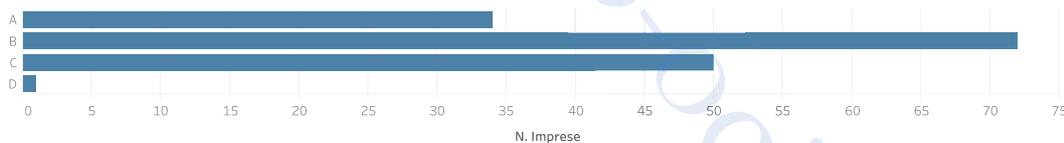
piano (circa 76), sono bilanciati dai casi che per contro non hanno incluso tale informazione nei loro piani.

La partecipazione del professionista attestatore alla formazione del piano è presente solo in circa 30 casi, mentre la maggioranza delle imprese non include l'attestatore nella redazione del piano. Continuando, circa 40 imprese rispondono che il professionista attestatore di cui all'art. 161, terzo comma, l.f. si è avvalso di analisi di sensitività o di stress (introduzione di ipotesi peggiorative o di fattori di rischio specifici per misurare la tenuta del piano).

Anche se la maggioranza delle imprese dichiara che il professionista attestatore di cui all'art. 161, terzo comma, l.f. non ha formulato rilievi e/o riserve, almeno 100 imprese rispondono di avere avuto tali rilievi in merito ad altri aspetti oltre alla veridicità dei dati aziendali, ai tempi eccessivamente lunghi del piano di fattibilità, alla non fondatezza dei dati rilevanti, oppure alle decisioni-azioni non realistiche indicate nel piano.

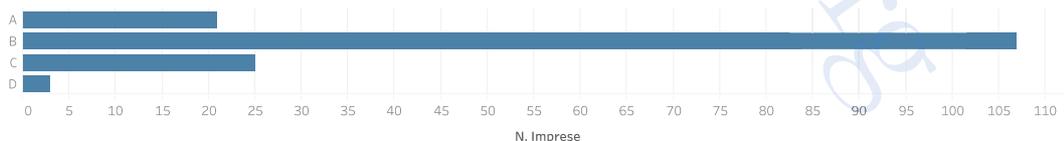
Lo stesso si può dire per la relazione del commissario giudiziale (2) redatta ai sensi dell'art. 172 l.f., ha formulato rilievi e/o riserve. Circa 140 imprese non hanno formulato nessun rilievo o riserva, mentre la maggioranza delle imprese dichiarano di sì, rispetto ad altri aspetti. Pochi casi rispondono di avere rilievi/riserve rispetto alla veridicità dei dati aziendali, con riferimento alla non coerenza tra cause o gravità della crisi e strategie di risanamento proposte, non fondatezza dei dati rilevanti. Sono abbastanza frequenti invece i casi dove i rilievi/riserve sono relazionati a tempi lunghi per la fattibilità del piano, oppure ai risultati prospettici non realistici.

a) Consulenza esterna evoluta nella elaborazione del piano



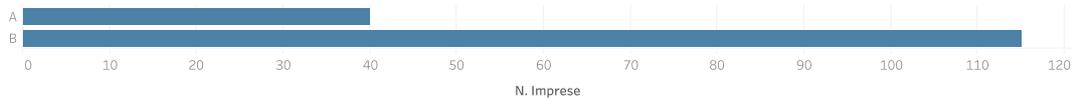
- A. sì, già consulenti della società
- B. sì, nuovi consulenti specialistici nelle gestioni delle crisi
- C. sì, soggetti già consulenti della società e anche nuovi specialisti
- D. no, il piano risulta redatto internamente

b) Analisi delle cause e circostanze del dissesto



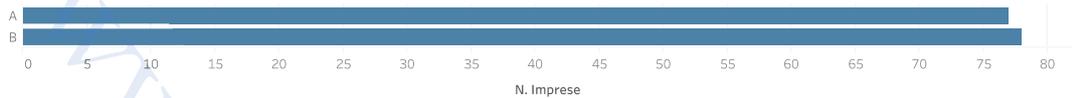
- A. molto particolareggiata ed esaustiva
- B. abbastanza particolareggiata ed esaustiva
- C. poco particolareggiata ed esaustiva
- D. per niente particolareggiata ed esaustiva

c) Analisi di sensitività e di stress



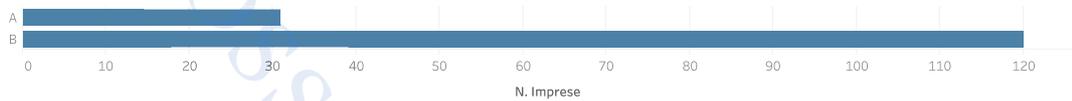
A. sì
B. no, non risulta

d) Programmazione dei flussi di cassa



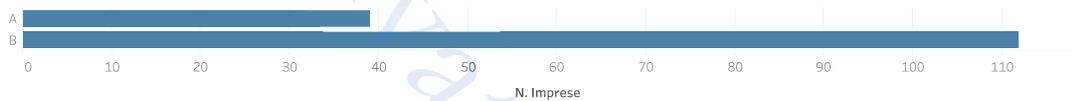
A. sì
B. no, non risulta

e) Partecipazione del professionista attestatore alla formazione del piano



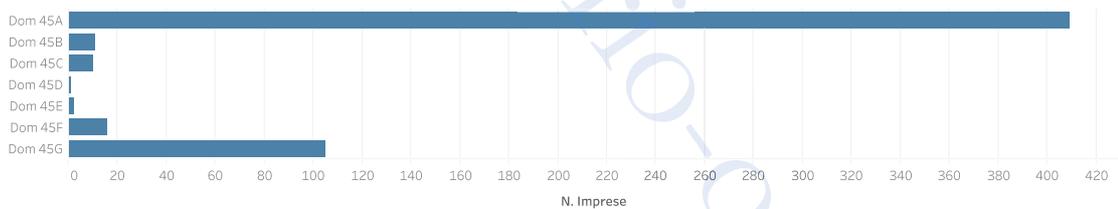
A. sì
B. no, non risulta

f) Rigore delle analisi condotte dal professionista attestatore



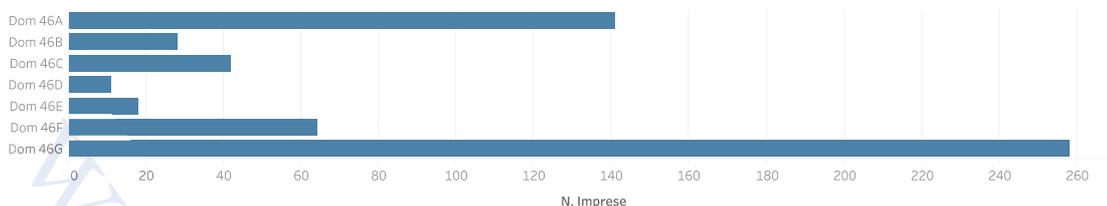
A. sì
B. no, non risulta

g) Rilievi e/o riserve formulate dal professionista attestatore



A. no, non ha formulato nessun rilievo o riserva
 B. sì, in merito alla veridicità dei dati aziendali
 C. sì, con riguardo ai tempi eccessivamente lunghi del piano di fattibilità
 D. sì, con riferimento alla non coerenza tra cause o gravità della crisi e strategie di risanamento proposte dall'imprenditore
 E. sì, in quanto le scelte di risanamento proposte dall'imprenditore non sono fondate su dati rilevanti
 F. non sono realistici rispetto alle decisioni-azioni indicate nel piano
 G. sì, in merito ad altri aspetti

h) Rilievi e/o riserve formulate dal commissario giudiziale (2)

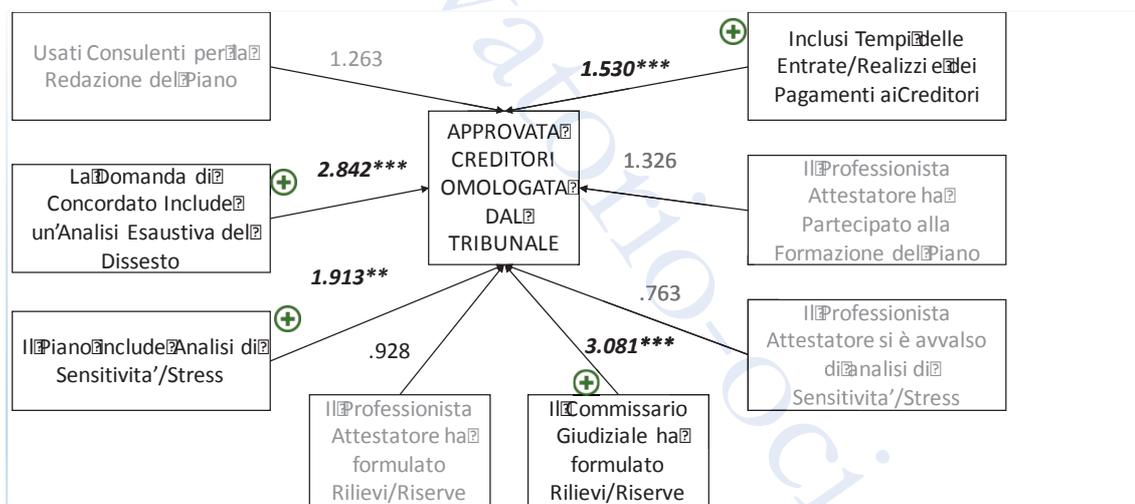


- A. no, non ha formulato nessun rilievo o riserva
- B. sì, in merito alla veridicità dei dati aziendali
- C. sì, con riguardo ai tempi eccessivamente lunghi per la fattibilità del piano
- D. sì, con riferimento alla non coerenza tra cause o gravità della crisi e strategie di risanamento proposte dall'imprenditore
- E. sì, in quanto le scelte di risanamento proposte dall'imprenditore non sono empiricamente fondate su dati rilevanti
- F. sì, poiché i risultati prospettici (economici, finanziari e patrimoniali) non sono realistici rispetto alle decisioni-azioni indicate nel piano
- G. sì, in merito ad altri aspetti

Grafico 6. Rigore metodologico del processo di elaborazione del piano di concordato

Come risulta dalla figura seguente, tutte le variabili che comprovano la qualità del piano (analisi esaustiva delle cause del dissesto, analisi di sensitività e stress, analisi dei tempi degli incassi e pagamenti) sono statisticamente significative:

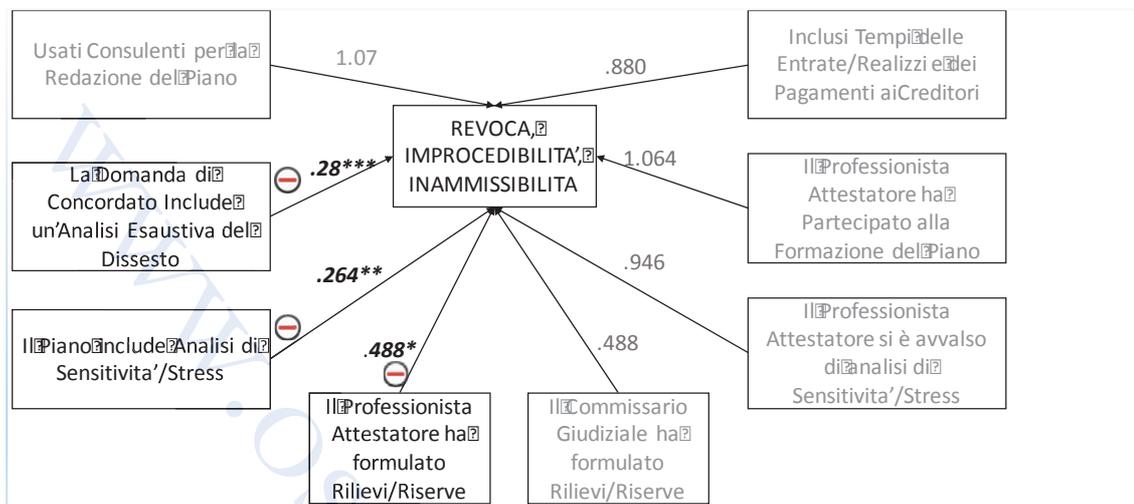
Figura 16



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

La robustezza dei risultati è confermata se si analizzano gli effetti delle medesime variabili rispetto al caso opposto di esito negativo del concordato. In questo caso emerge la significatività della relazione con l'attività di attestazione del professionista che permette di ridurre la probabilità di revoca, improcedibilità, inammissibilità del concordato:

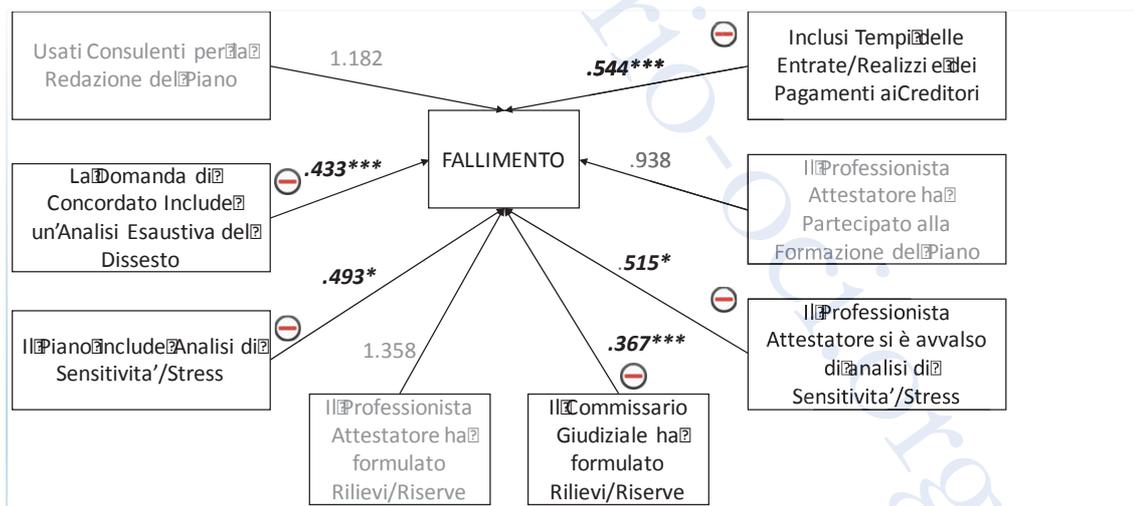
Figura 17



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Anche con riferimento all'ipotesi di successive dichiarazione di fallimento dell'impresa in concordato emerge la diffusa significatività delle relazioni statistiche. In particolare la qualità intrinseca dei piani di concordato riduce la probabilità di fallimento dell'impresa così come rilevanti appaiono le attività sia del commissario giudiziale sia del professionista attestatore:

Figura 18



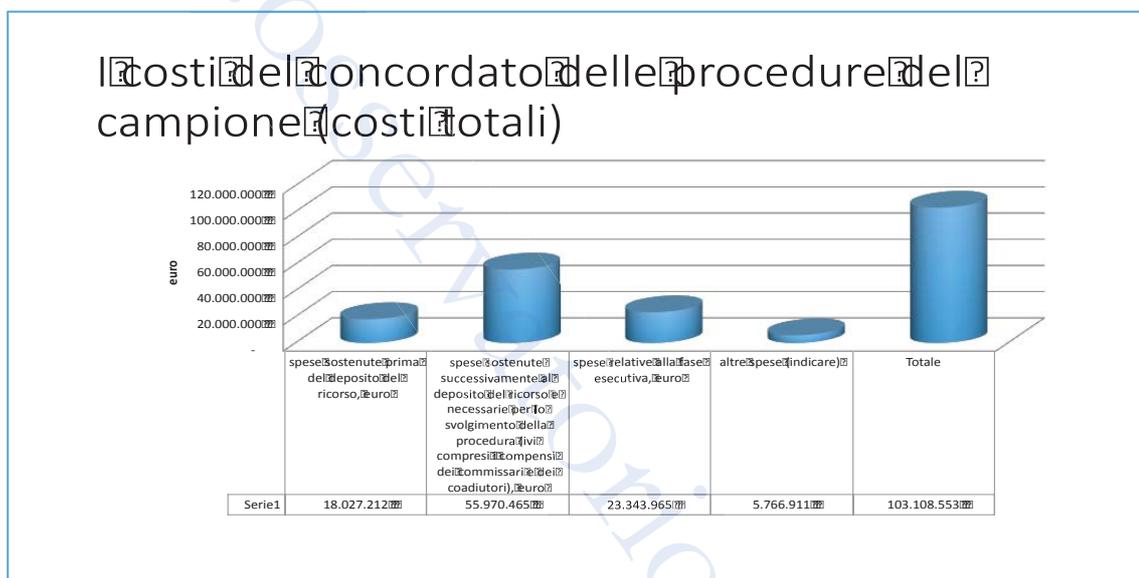
* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Costi della procedura

I costi della procedura, come più volte evidenziato nel corso di questo studio, rappresentano un aspetto critico delle soluzioni giudiziali, tradizionalmente penalizzante rispetto a soluzioni esclusivamente privatistiche della crisi d'impresa.

Il questionario OCI ha previsto la rilevazione delle spese sostenute prima e successivamente al deposito, prendendo in esame anche le spese relative alla fase esecutiva. Come risulta della figura seguente, si tratta di importi complessivamente rilevanti pari a oltre 103 milioni di euro:

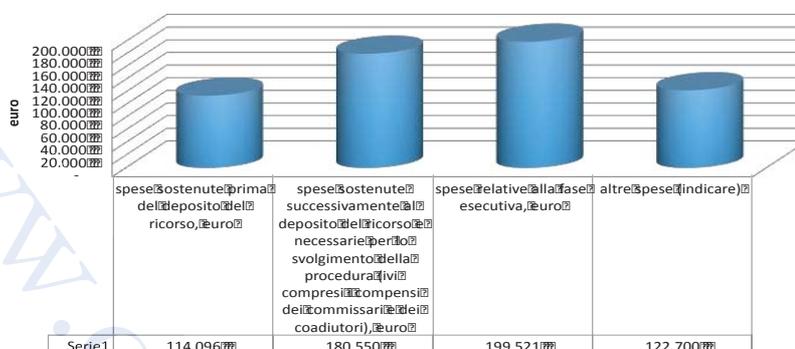
Figura 19



I costi medi unitari per procedura sono più elevati nella fase esecutiva, mentre nelle fasi prima del deposito sono pari a circa 114 mila euro:

Figura 20

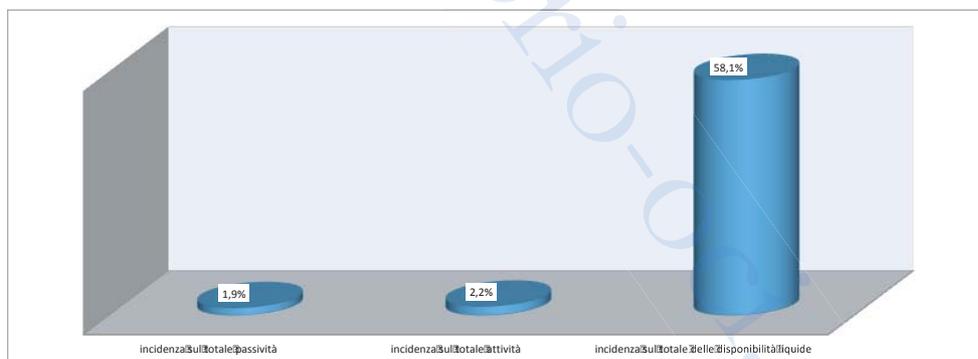
I costi del concordato delle procedure del campione (costi medi unitari)



La significatività dei dati relativi ai costi è maggiore se si analizzano le spese rispetto al totale delle attività. L'incidenza è del 2,2% che diventa però del 58% in rapporto alle sole disponibilità liquide:

Figura 21

Incidenza percentuale dei costi della procedura



Sulla base dei dati desunti dalla relazione aggiornata e dallo stato analitico ed estimativo delle attività del debitore, ex art. 161 d.f.

In assenza di termini comparativi spazio temporali non è possibile valutare la congruità di tali importi, mentre è più significativo studiare la relazione tra i costi della procedura e gli esiti del concordato.

Come già fatto in precedenza abbiamo studiato l'effetto rispetto all'approvazione/omologazione, alla revoca/improcedibilità/inammissibilità oppure al fallimento dell'impresa.

Sono risultate significative esclusivamente le spese sostenute prima e successivamente al deposito della domanda.

Figura 22



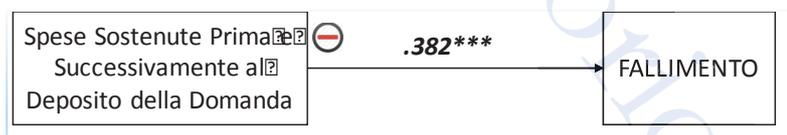
* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Figura 23



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Figura 24



* Indica un livello di significatività <.10; ** un livello <.05; *** un livello <.01

Le spese della procedura sembrano essere un “buon investimento” se si considera che aumentano di 1,5 volte la probabilità di approvazione/omologazione del concordato, riducono di quasi il 75% la probabilità di revoca, improcedibilità, inammissibilità, e riducono di circa il 62% la probabilità di fallimento.

Conclusioni

Negli anni recenti, la crisi ha contribuito a ripensare il ruolo dello stato e del mercato nella soluzione delle crisi d'impresa in tutti i paesi sviluppati. L'orientamento di fondo comune delle legislazioni dei diversi stati è stato il riconoscimento che i meccanismi di mercato, ovvero le soluzioni spontanee esclusivamente privatistiche, soffrono di condizioni di inefficienza economica (Blazy and Chopard, 2012, Jostarndt and Sautner, 2010). Per migliorare il livello di convenienza del sistema fallimentare, molti paesi

hanno introdotto una serie di interventi a favore dell'impresa in crisi. In Italia le recenti riforme della legge fallimentare hanno seguito percorsi analoghi accentuando l'uso delle procedure di concordato preventivo come un meccanismo di soluzione negoziale della crisi d'impresa, cercando di minimizzare i costi che si verificano prima e dopo la proclamazione dello stato di crisi. Tali costi secondo la letteratura economica (Blazy and Chopard, 2012, Jostarndt and Sautner, 2010) sono collegati a condizioni di efficienza ex ante (costi di agenzia per appropriazione di "benefici supplementari"; costi derivanti da livelli di investimento non ottimali; costi da ritardo nella dichiarazione di fallimento) e di efficienza ex post (costi da errori di classificazione tra continuità e liquidazione; costi da errori di sottovalutazione del valore economico degli assets aziendali; costi da iniqua distribuzione dei benefici tra i creditori sociali; costi diretti della procedura). L'aumento dei costi ex ante/ex post, diminuisce l'efficienza economica delle procedure di concordato, erodendo il valore degli assets aziendali che la procedura cerca di preservare per la soddisfazione degli interessi collettivi.

Lo scopo di questo articolo è stato di analizzare le condizioni di efficienza economica ex ante e ex post dei concordati preventivi su quattro possibili esiti della procedura: (i) approvazione e omologazione del concordato; (ii) grado di dissenso/consenso dei creditori intorno al concordato; (iii) revoca, improcedibilità o inammissibilità del concordato; (iv) dichiarazione di fallimento dell'impresa in concordato. Rispetto a ciascuno dei quattro possibili esiti sono stati analizzati gli effetti probabilistici di una serie di variabili elaborate sulla base del questionario somministrato dall'Osservatorio sulle Crisi d'Impresa su 728 casi di concordato preventivo nelle regioni di Toscana e Puglia.

I risultati confermano l'impatto di diversi fattori che determinano l'efficienza ex ante sugli esiti della procedura. Lo stato iniziale di crisi e la struttura dell'indebitamento delle imprese che scelgono la procedura di concordato hanno una relazione significativa con l'approvazione e l'omologazione e con la revoca, improcedibilità e inammissibilità del concordato. In effetti, lo z-score si conferma come indicatore predittivo dell'esito del concordato, ovvero se lo stato di crisi dell'impresa è meno grave allora aumenta la probabilità di circa il 10% che il concordato venga approvato e omologato. La struttura dei debiti invece, riduce la probabilità sia di approvazione ed omologazione (debiti verso contributi previdenziali e assistenziali) che di revoca, improcedibilità e inammissibilità del concordato (debiti verso fornitori), confermando l'impatto negativo di un'alta struttura di debiti verso gli esiti della procedura.

La struttura del gruppo di comando ha un impatto diretto verso soluzioni non ottimali dal punto di vista delle politiche di investimento e finanziamento. I cambiamenti nella governance precedenti alla domanda di concordato, come l'entrata nella compagine amministrativa di nuovi soggetti oppure l'attuazione di veri e propri passaggi generazionali, risultano essere positivamente collegati alla buona riuscita della procedura di concordato. Allo stesso modo gli interventi finanziari dei soci prima del concordato rappresentano un segnale di impegno concreto alla soluzione positiva della

crisi d'impresa e dovrebbe essere apprezzato dai creditori sociali, aumentando la probabilità di approvazione ed omologazione e riducendo la probabilità di revoca, improcedibilità e inammissibilità del concordato.

Inoltre, la presenza di caratteristiche qualificanti un profilo aziendale evoluto - imprese il cui governo economico è condiviso con amministratori indipendenti, in cui gli organi di controllo svolgono effettivamente il ruolo di sorveglianza e monitoraggio dell'adeguatezza degli assetti organizzativi e amministrativo contabili dell'impresa, con robusti sistemi manageriali - hanno una significativa relazione e un impatto sull'esito della procedura. In particolare, la presenza di sistemi operativi e di controllo aumentano significativamente la probabilità di approvazione ed omologazione del concordato.

Anche i fattori ex post hanno dimostrato di avere un impatto importante verso gli esiti della procedura. L'effettività del controllo giudiziario determina la qualità del concordato impattando direttamente sulla revoca, improcedibilità o inammissibilità della procedura. La domanda con riserva di deposito di proposta di concordato aumenta il rischio di insuccesso della procedura concorsuale. Tuttavia, la presenza di un commissario giudiziale e/o l'assenza di rilievi/riserve formulate dallo stesso, diminuiscono drasticamente la probabilità di revoca o improcedibilità, confermando l'importanza della figura e ruolo del commissario giudiziale per l'efficacia del concordato. Inoltre, la presenza del commissario giudiziale riduce di circa il 43% la probabilità di fallimento nei casi in cui il concordato sia abortito, confermando l'importante ruolo del commissario giudiziale nel segnalare comportamenti opportunistici e fraudolenti dell'imprenditore in crisi.

L'attrattività della proposta dal punto di vista dei creditori sociali è una importante caratteristica delle procedure di concordato che ne migliora gli esiti. In effetti l'aumento della percentuale di soddisfazione dei creditori chirografari aumenta, anche se di poco, la possibilità di ottenere l'approvazione e omologazione del concordato, mentre ne riduce le chance di revoca, improcedibilità e inammissibilità. L'aumento del numero di classi dei creditori previste nella proposta, peggiora la qualità del concordato, aumentando la possibilità del rifiuto della proposta, mentre i tempi corti di esecuzione proposti nel piano aumentano significativamente la probabilità di approvazione ed omologazione dal tribunale.

Rispetto allo sviluppo dei contenuti del piano di concordato si conferma che la buona riuscita delle procedure di concordato dipendono dal grado di sviluppo dei contenuti della proposta con riguardo alle attività di ristrutturazione previste e alla ragionevolezza delle stime dei valori aziendali. In effetti, la scelta del debitore di presentare un concordato di liquidazione insieme a strategie di riduzione dei costi o di ristrutturazione della governance, confermano l'aumento della probabilità di approvazione e omologazione. Infine, è interessante notare come la presenza di attività di liquidazione, prevalente o comunque in congiunzione con la continuazione dell'attività economica riduca la probabilità di fallimento di circa il 30%.

Il rigore metodologico del piano impatta significativamente sulla probabilità di approvazione e omologazione del concordato. Le variabili che comprovano la qualità del piano (analisi esaustiva delle cause del dissesto, analisi di sensitività e stress, analisi dei tempi degli incassi e pagamenti) aumentano significativamente la probabilità di approvazione e omologazione del concordato mentre diminuiscono con altrettanta rilevanza la revoca, improcedibilità e inammissibilità della procedura. Anche con riferimento all'ipotesi di successive dichiarazione di fallimento dell'impresa in concordato emerge la rilevanza della qualità del lavoro condotto sia del commissario giudiziale sia dal professionista attestatore nel diminuire la probabilità di fallimento. Infine, spese sostenute prima e successivamente al deposito della domanda risultano determinanti nell'aumentare la possibilità di approvazione ed omologazione del concordato, mentre ne diminuiscono la probabilità di revoca, improcedibilità e inammissibilità e di fallimento. Le spese di procedura sembrano costituire un "buon investimento" dal punto di vista del buon esito della procedura di concordato.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AGHION, P., HART, O. & MOORE, J. 1992. The economics of bankruptcy reform. National bureau of economic research.
- ALTMAN, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23, 589-609.
- BEAVER, W. H. 1966. Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 71-111.
- BERTOLI G., 2000. *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Egea.
- BERKOVITCH, E. & ISRAEL, R. 1999. Optimal bankruptcy laws across different economic systems. *Review of Financial Studies*, 12, 347-377.
- BERKOVITCH, E., RONEN, I. & ZENDER, J. F. 1998. The design of bankruptcy law: A case for management bias in bankruptcy reorganizations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 441-464.
- BLAZY, R. & CHOPARD, B. 2012. (Un)secured debt and the likelihood of court-supervised reorganization. *European Journal of Law and Economics*, 34, 45-61.
- BLAZY, R., CHOPARD, B. & FIMAYER, A. 2008. Bankruptcy law: a mechanism of governance for financially distressed firms. *European Journal of Law and Economics*, 25, 253-267.
- BOCCUZZI G., CERCONI R., 1993. Tutela dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimentare, in Temi di discussione, Banca d'Italia, n. 204.
- BOTTANI, P., CIPRIANI, L. & SERAO, F. 2004. Analisi del rischio di insolvenza di una PMI tramite l'utilizzo del modello dello Z-Score. *Amministrazione e Finanza*, 1.
- CAPRIO, G. 1997. *Safe and sound banking in developing countries: We're not in Kansas anymore*, World Bank Publications.
- CASTELLI C., MICUCCI G., RODANO G., ROMANO G., 2016. Il concordato preventivo in Italia: una valutazione delle riforme e del suo utilizzo, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 316,
- CERVED, 2016. *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese - 2q 2016*
- D'ORAZIO, L., FILOCAMO, F. S. & PALETTA, A. 2015. *Attestazioni e controllo giudiziario nelle procedure concorsuali*, Milano, IPSOA.
- EGER, T. 2001. Bankruptcy Regulations and the New German Insolvency Law from an Economic Point of View. *European Journal of Law and Economics*, 11, 29-42.
- EZZAMEL, M., BRODIE, J. & MAR - MOLINERO, C. 1987. Financial patterns of UK manufacturing companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14, 519-536.
- FERRO M., *I nuovi strumenti di regolazione negoziale dell'insolvenza e la tutela giudiziaria delle intese fra debitore e creditori: storia italiana della timidezza competitiva*, Fall., 2005, 587-600;
- FERRETTI S., FILIPPONE A., MICUCCI G., 2016. Le imprese uscite dal mercato nel corso della crisi. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n.317.
- FRANKS, J. & LORANTH, G. 2013. A Study of Bankruptcy Costs and the Allocation of Control. *Review of Finance*, 18, 961-997.

- GILSON, S. C. 1991. Managing default: Some evidence on how firms choose between workouts and chapter 11. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 62-70.
- GUATRI, L. 1995. *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Egea.
- HASHI, I. 1997. The economics of bankruptcy, reorganization, and liquidation. *Russian & East European Finance and Trade*, 33, 6-34.
- JACKSON 2 Thomas H, 1986. *Logic and the Limits of Bankruptcy Law*. Harvard University Press.
- JOSTARNDT, P. & SAUTNER, Z. 2010. Out-of-Court Restructuring versus Formal Bankruptcy in a Non-Interventionist Bankruptcy Setting. *Review of Finance*, 14, 623-668.
- LICCARDO P., *Commento sub art. 161 l. fall. – Domanda di concordato*, in NIGRO A.-SANDULLI M.-SANTORO V. (a cura di), *La legge fallimentare dopo la riforma*, Torino, 2010, 2051-2071
- PACCHI S., *Il nuovo concordato preventivo*, Milano, 2005, 67-120
- PALETTA, A. 2013. Crisi aziendali e condizioni di efficacia dei processi di risanamento. *Diritto concorsuale del lavoro*. Milano: IPSOA.
- PALETTA, A. 2014. Piano attestato di risanamento. In: KLUWER, W. (ed.) *Legge Fallimentare Commentario teorico-pratico* Padova: Cedam.
- PALETTA, A. 2015. *Attestazioni e controllo giudiziario nelle procedure concorsuali*, Roma, IPSOA.
- QUAGLI, A. & DANОВI, A. 2012. Crisi aziendali e processi di risanamento [Crisis and turnaround]. Ipsoa.
- RASMUSSEN, R. K. 1998. Behavioral economics, the economic analysis of bankruptcy law and the pricing of credit. *Vanderbilt Law Review*, 51, 1679-1703.
- TAFFLER, R. J. & TISSHAW, H. 1977. Going, going, gone—four factors which predict. *Accountancy*, 88, 50-54.
- VAROUJ, A. A. & SIMIAO, Z. 2012. Is Chapter 11 Efficient? *Financial Management*, 41, 229-253.
- ZILIOTTI, M. & MARCHINI, P. L. 2014. *Crisi di impresa: analisi economica e modelli di regolazione*, FrancoAngeli.