

# Ristrutturazione del debito e rinascita aziendale: un'analisi empirica sulla soluzione italiana alla crisi d'impresa

*Debt restructuring and business recovery: an empirical analysis in the Italian market*

Ludovico Maria Cocco, Elisa Cavezzali, Ugo Rigoni, Università Ca' Foscari Venezia | Giorgia Simion, Vienna University of Economics and Business

## Keywords

Ristrutturazione d'impresa, piano di ristrutturazione, procedure concorsuali, rinegoziazione del debito, crisi d'impresa

## Jel codes

G33, K41

## Data di ricezione

12 luglio 2019

## Data di accettazione

15 ottobre 2019

**Attraverso lo studio dei documenti legali sulle procedure giudiziarie di ristrutturazione del debito, vengono offerte evidenze empiriche sulle misure operative e finanziarie intraprese dalle aziende nella fase negoziale con i creditori che si associano alla ripresa più rapida del business. Concentrandosi sulle procedure di ristrutturazione giudiziale del debito nella Regione Veneto nel decennio 2006-2016, si presenta inoltre una panoramica sull'impiego del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti per la soluzione italiana alla crisi d'impresa. I risultati mostrano come la salvaguardia degli asset aziendali, la protezione dei posti di lavoro e una riduzione non eccessiva dei costi aziendali siano fattori fondamentali per accelerare la ripresa del business, associati a maggiori tassi di recupero del credito. Dal punto di vista teorico, il lavoro offre una nuova prospettiva di analisi collegando quanto avviene nella fase negoziale fra azienda e creditori con l'andamento aziendale post-omologazione; sotto il profilo manageriale, lo studio offre indicazioni operative e finanziarie per rendere più agevole la soluzione della crisi d'impresa.**

*Through the study of legal documents on the judicial procedures of debt restructuring, empiric evidence is offered on the operational and financial measures taken by the companies in the negotiation phase with creditors who are associated with a better recovery of the business. Focusing on the judicial restructuring of debt in the Veneto region in the decade 2006-2016, there is also an overview of the use of pre-emptive agreements and debt restructuring for the solution of Italian business crises. The results show that safeguarding corporate assets, protecting jobs and a not excessive cost-cutting are key factors in accelerating the business recovery, coupled with higher credit recovery rates. From a theoretical point of view, the paper offers a new perspective of analysis by linking what happens in the negotiation phase between the company and creditors with the post-approval business performance; from a managerial point of view, it offers operational and financial insight to facilitate the solution of the business crisis.*

## 1. Introduzione

Questo articolo, tramite l'analisi delle procedure giudiziarie di ristrutturazione del debito, individua le misure operative e finanziarie intraprese dall'azienda nella fase negoziale con i creditori associate a una più rapida ripresa dell'attività d'impresa. Il lavoro presenta inoltre un insieme di evidenze empiriche sull'impiego degli strumenti negoziali per la ristrutturazione del debito previsti dalla disciplina italiana, il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti (rispettivamente, artt. 160 e ss. e art. 182 *bis* della Legge Fallimentare). La verifica empirica si concentra sul totale delle procedure di ristrutturazione giudiziale del debito avvenute nella Regione Veneto nel decennio 2006-2016, pari a 687 procedure.

Ringraziamo la Camera di Commercio di Venezia Rovigo per aver concesso l'accesso ai documenti legali analizzati ai fini del presente lavoro. Ringraziamo il Prof. Avv. Mauro Pizzigati per il continuo supporto nel corso del lavoro e nell'interpretazione autentica dei documenti inerenti alle procedure giudiziarie.

Il tema della ristrutturazione dell'azienda in crisi ha trovato nuovo vigore negli ultimi anni, specialmente dopo la recente crisi economica, ed è stato oggetto di seria considerazione sia delle istituzioni europee, sia del mondo accademico. La Commissione europea, attraverso la Raccomandazione 2014/135/UE, ha infatti chiesto ai paesi membri l'impegno nel riformare il quadro della disciplina fallimentare verso un'ottica di risanamento d'impresa, oltre che di recupero del debito. Alla pari di altri Stati membri (fra gli altri Francia, Germania, Belgio, Spagna), a partire dal biennio 2005-2006, l'Italia ha avviato un pacchetto di riforme per adeguarsi in tale prospettiva. Conseguentemente, la letteratura si è interrogata sui nuovi scenari che tali riforme hanno aperto in merito alle possibilità per le aziende in difficoltà di ristrutturarsi e tornare a essere profittevoli. In tale contesto, un filone di studi si concentra sulle caratteristiche delle aziende che influenzano l'esito del processo di rinegoziazione del debito. La redditività dell'azienda (Denis e Rodgers, 2007; Blazy et al., 2014), la presenza di un maggior rapporto di leverage (Chatterjee et al., 1996; Jostarndt e Sautner, 2010) e la dimensione aziendale (Blazy et al., 2014; Danovi et al., 2018) hanno dimostrato di influenzare positivamente le probabilità di ristrutturazione dell'azienda in crisi. James (1996), Couwenberg e de Jong (2006) e Brown et al. (1994) dimostrano come la concentrazione del debito presso gli istituti finanziari possa facilitarne la rinegoziazione, nonostante Blazy et al. (2014) evidenzino i rischi dell'eccessivo potere contrattuale della banca capofila quando questa ne controlla una grossa fetta. Ancora, Blazy et al. (2011) attestano come il principio della salvaguardia dell'occupazione contenuto nella disciplina fallimentare francese spinga i tribunali a tentare il salvataggio dell'azienda in presenza di maggiori posti di lavoro a rischio.

I lavori nel contesto italiano mirano soprattutto a evidenziare gli effetti della disciplina sull'insolvenza d'impresa. Rodano et al. (2016) trovano che, mentre la riforma del 2005 che facilita la ristrutturazione d'azienda ha portato a un aumento dei tassi d'interesse e a una riduzione degli investimenti, effetti opposti sono stati ottenuti con la riforma del 2006 che rafforza i poteri dei creditori. Melcarne e Ramello (2018) evidenziano come minori tempi della giustizia nel contesto della ristrutturazione d'impresa permettano una più rapida riallocazione degli asset aziendali verso usi più efficienti. Da citare anche il lavoro di Danovi et al. (2018) che offre una panoramica sull'utilizzo dello strumento del Concordato preventivo e ne dimostra il maggior impiego rispetto agli Accordi di ristrutturazione dei debiti.

Complessivamente, accanto a queste evidenze italiane, le ricerche esistenti si sono occupate soprattutto di quali siano le caratteristiche aziendali in grado di influire sul raggiungimento di un piano di ristrutturazione condiviso fra creditori e azienda in crisi salvaguardando la continuità del suo business. Minore è stata, invece, l'attenzione riservata dalla letteratura all'analisi dell'andamento aziendale successivo alla stipula del piano di ristrutturazione concluso tra impresa e creditori<sup>1</sup>. Il presente lavoro si inserisce in quest'ultimo contesto ed esamina come gli interventi apportati dall'azienda sull'assetto operativo e finanziario (ad esempio, sulla composizione degli asset, delle passività, sulle politiche occupazionali) durante la fase negoziale si associno a un più rapido risanamento del business nelle fasi successive all'approvazione dell'accordo di ristrutturazione.

Nell'ambito della ristrutturazione aziendale, infatti, la normativa italiana prevede il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti quali strumenti negoziali per la gestione giudiziaria

---

<sup>1</sup> Tale accordo segue a una fase negoziale nella quale impresa e creditori ricercano i termini per la rimodulazione del debito (per esempio attraverso tagli del debito o dilazioni di pagamento), e nella quale al contempo l'azienda introduce misure che permettano il rispetto dei termini dell'accordo stesso (per esempio attraverso la vendita di alcuni asset, interventi nei livelli di occupazione, interventi sul rapporto di leverage).

della crisi d'impresa. Per entrambe le procedure, l'azienda, assistita da un professionista, predispone un piano di ristrutturazione sottoposto all'approvazione dei creditori e alla conseguente omologazione del tribunale. Il piano descrive le modalità attraverso cui l'azienda intende ripagare i creditori e le azioni finanziarie e operative che attuerà a tale scopo; può prevedere sia la continuazione dell'attività d'impresa, anche tramite cessione a terzi, che la liquidazione dell'attivo e la chiusura del business. Ove il piano preveda la continuazione del business, si ritiene che l'andamento aziendale nella fase d'implementazione del piano di ristrutturazione sia legato agli interventi intrapresi nella precedente fase negoziale con i creditori. Il presente lavoro si concentra dunque sulla fase negoziale e si interroga sulla possibilità che siano identificate alcune misure finanziarie e operative che, quando adottate, favoriscono una più rapida ripresa dell'attività d'impresa nella fase d'implementazione del piano.

Tale ipotesi di ricerca costituisce una novità rispetto alla letteratura esistente, che più spesso si concentra sullo studio della fase antecedente l'entrata nella procedura e sul suo conseguente esito in termini di salvaguardia o liquidazione del business. Grazie alla collaborazione con la Camera di Commercio di Venezia Rovigo, è stato possibile accedere ai documenti inerenti a tutte le procedure concorsuali depositate presso i tribunali in tutte le 7 province del Veneto nel decennio 2006-2016, per un totale di 687 procedure. Le informazioni estratte da tali documenti hanno permesso di studiare in modo approfondito i contenuti delle procedure e di mettere in relazione le misure di risanamento aziendale con l'andamento del business successivo all'omologazione del piano di ristrutturazione. È da sottolineare come l'alto sviluppo industriale che caratterizza il Veneto lo renda sotto questo profilo simile ai contesti studiati da altri lavori che trattano il tema della ristrutturazione d'impresa (si vedano a titolo d'esempio i lavori di Blazy et al., 2014, sul caso francese, di Brunner e Krahn, 2008, sul caso tedesco o di Franks e Sussman, 2005, sul Regno Unito), implicando una certa estendibilità dei risultati ottenuti in presenza di livelli di sviluppo industriale comparabili.

Le principali evidenze empiriche ottenute suggeriscono come, nonostante l'adozione di misure finanziarie sia essenziale per evitare la liquidazione dell'azienda attraverso il ripagamento, almeno parziale, del debito, la salvaguardia delle risorse operative aziendali, comprese le attività intangibili, la protezione dell'occupazione e una riduzione non eccessiva dei costi operativi nel corso della fase negoziale siano associate a una ripresa più rapida del business successivamente all'omologazione del piano di ristrutturazione. Inoltre, le aziende che intraprendono simili interventi riportano nel piano maggiori tassi di recupero del credito chirografario. Migliori performance aziendali non sembrano invece legate a divergenze nella redditività operativa e negli interventi sulla composizione delle passività e sul rapporto di leverage nel corso della fase negoziale con i creditori.

Tali risultati sono di notevole interesse sia scientifico che manageriale. Sotto il primo profilo, infatti, a differenza della letteratura preesistente, il presente lavoro ha per la prima volta permesso di far emergere quali interventi volti al risanamento dell'azienda in crisi si associno a una ripresa più rapida del business, una volta raggiunto l'accordo con i creditori per la ristrutturazione del debito. Le evidenze fornite coprono pertanto un importante gap nella letteratura, concentrata sui fattori che facilitano il raggiungimento dell'accordo con i creditori piuttosto che sull'andamento aziendale che ne consegue.

Le evidenze ottenute sono inoltre particolarmente interessanti anche rispetto alle implicazioni ma-

nageriali. Tanto per le imprese, quanto per i creditori, è decisivo conoscere le dinamiche finanziarie e operative su cui convergere in fase negoziale per aumentare le probabilità di un risanamento rapido del business e, pertanto, di una buona riuscita dell'intera procedura.

Il resto del lavoro si struttura come segue. Il paragrafo 2 presenta gli strumenti per la gestione dell'insolvenza aziendale previsti dalla normativa italiana; il paragrafo 3 sviluppa le ipotesi di ricerca sui fattori che, definendosi nel contesto del piano di ristrutturazione, si associano a una ripresa più rapida dell'attività d'impresa dopo l'omologazione del piano; il paragrafo 4 presenta la metodologia adottata per testare le ipotesi di ricerca, illustrando il dataset e definendo le variabili impiegate per le analisi empiriche; il paragrafo 5 riporta i risultati delle analisi empiriche, discussi nel paragrafo 6; il paragrafo 7 conclude, evidenziando le implicazioni della ricerca.

## 2. Gli strumenti per la gestione della crisi d'impresa nel diritto d'insolvenza italiano

La disciplina italiana per la gestione della crisi d'impresa propone un insieme di procedure che si differenziano per il grado di coinvolgimento dell'autorità giudiziaria. Ciò è il risultato di un percorso di interventi avviati fra il 2005 e il 2006 che hanno riformato la Legge Fallimentare (Lf; r.d. n. 267/1942)<sup>2</sup>. Muovendo da minori verso maggiori gradi di coinvolgimento dell'autorità giudiziaria, l'art. 67 Lf prevede i Piani attestati di risanamento, che si configurano come accordi stragiudiziali fra azienda e creditori. All'art. 182 *bis* si disciplinano gli Accordi di ristrutturazione dei debiti. L'azienda e i creditori convergono su un piano di risanamento del debito secondo i termini di legge (deve essere approvato da almeno il 60% del credito votante e garantire il recupero completo del debito per i non aderenti) e depositano il piano in tribunale per l'omologazione. Gli artt. 160 e ss. disciplinano lo strumento del Concordato preventivo, che rappresenta la piena via giudiziale per la ristrutturazione negoziale del debito. Dopo l'ammissione alla procedura, l'azienda predispone un piano di ristrutturazione sottoposto all'approvazione dei creditori. Viene omologato dal tribunale se è votato da più del 50% del credito ammesso al voto. In tal caso, il piano viene implementato sotto il controllo di un commissario giudiziale nominato dal tribunale. Ciò che accomuna accordi di ristrutturazione dei debiti e concordato preventivo è la natura negoziale della procedura, ove il debitore resta in controllo dell'azienda, pur con una limitazione dei poteri, e i creditori mantengono il potere decisionale sul piano di ristrutturazione. Esso costituisce uno strumento neutro per la gestione della crisi d'impresa, in quanto può prevedere tanto la continuità diretta dell'azienda (in capo allo stesso soggetto) che la continuità indiretta dell'azienda (in capo a terzi a seguito di cessione), che la liquidazione dell'attivo. Il recupero del debito può quindi avvenire tramite cessione dei beni dell'azienda e tramite cash-flow futuri nel caso si preveda la continuazione dell'attività d'impresa<sup>3</sup>. Ove la continuità sia prevista, le manovre intraprese dall'azienda nella fase di preparazione del piano diventano funzionali alla successiva fase d'implementazione del piano stesso e alla produzione di cash-flow futuri. Ci chiediamo quindi verso quali manovre operative e finanziarie impresa e creditori possano convergere nel corso della fase negoziale per una ripresa più rapida dell'attività d'azienda. Infine, gli artt. 1 e ss. Lf disciplinano la liquidazione coatta amministrativa, ove la liquidazione del-

<sup>2</sup> Un ulteriore processo di riforma attualmente in corso (cosiddetta Riforma Rordof) introduce strumenti di allerta per la rilevazione precoce della crisi, pur mantenendo l'impianto negoziale della disciplina. La nuova normativa (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14) entrerà pienamente in vigore il 15 agosto 2020.

<sup>3</sup> Viene definito in forma «mista» un concordato che preveda il recupero del debito attraverso la continuità d'azienda e al contempo preveda la cessione dei beni non strumentali all'attività d'impresa.

l'azienda viene gestita da un curatore nominato dal tribunale sotto la supervisione del giudice delegato. La tavola 1 sintetizza le caratteristiche principali delle procedure descritte.

### 3. I fattori associati alla ripresa del business

La letteratura internazionale associa al processo di ristrutturazione, oltre che i relativi costi, anche benefici per l'azienda. Wruck (1990) sostiene che le ristrettezze imposte dalla gestione dell'insolvenza forzano i manager a ridefinire le strategie e le politiche aziendali destinando le risorse rimaste al loro miglior utilizzo, massimizzando così il valore dell'impresa. Mooradian (1994) sostiene che la procedura concordataria statunitense (che presenta notevoli similitudini con quella italiana) spinge i manager delle aziende che accedono alla procedura verso una gestione più efficace e mirata degli investimenti. Riteniamo che la fase negoziale fra azienda e creditori prevista dalla disciplina fallimentare italiana crei tempi e spazi per un confronto volto a definire tanto le azioni atte al ripagamento del debito quanto le misure strategico-operative necessarie per il risanamento del business. Ci interroghiamo, quindi, su quali siano le dinamiche operative e finanziarie che, definendosi nella fase negoziale di elaborazione del piano di ristrutturazione, si associano a una più rapida ripresa dell'attività d'impresa.

Tavola 1

#### Caratteristiche principali degli strumenti per la gestione della crisi d'impresa previsti dal diritto d'insolvenza italiano

Strumenti negoziali	<b>Piani attestati di risanamento</b> (art. 67 Lf, comma 3, lett. d)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Accordi stragiudiziali fra azienda e creditori</li> <li>• Mancanza di obblighi in merito a pubblicità, contenuto e forma del piano</li> <li>• Volto a regolare crisi d'impresa non gravi</li> </ul>	Minimo ↓ Grado di coinvolgimento dell'autorità giudiziaria ↓ Massimo
	<b>Accordi di ristrutturazione dei debiti</b> (art. 182 bis Lf)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Accordo sviluppato in sede stragiudiziale fra azienda e creditori poi sottoposto a omologazione dell'autorità giudiziaria</li> <li>• L'accordo non è vincolato da <i>par condicio creditorum</i> e dal rispetto dell'ordine dei privilegi (<i>absolute priority rule</i>)</li> <li>• L'accordo necessita l'approvazione dei creditori che rappresentino almeno il 60% dei debiti dell'impresa, garantendo recupero completo per i non aderenti</li> <li>• Blocco di azioni cautelari o esecutive verso il patrimonio del debitore, che resta in controllo dell'impresa</li> </ul>	
Strumenti giudiziali	<b>Concordato preventivo</b> (artt. 160 e ss. Lf)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Piano di ristrutturazione sviluppato in sede giudiziale dopo l'accesso alla procedura da parte del debitore</li> <li>• Il piano di ristrutturazione può sia prevedere il recupero dell'azienda, anche tramite cessione a terzi, che avere contenuto liquidatorio</li> <li>• Accordo vincolato da <i>par condicio creditorum</i> e dal rispetto dell'ordine dei privilegi (<i>absolute priority rule</i>)</li> <li>• Necessita l'approvazione dei creditori che rappresentino più del 50% del debito ammesso al voto, garantendo almeno il 20% del recupero del debito chirografario in caso di concordato a contenuto liquidatorio</li> <li>• Blocco di azioni cautelari o esecutive verso il patrimonio del debitore, che resta in controllo dell'impresa</li> </ul>	
	<b>Liquidazione coatta amministrativa</b> (artt. 1 e ss. Lf)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Procedura concorsuale a carattere liquidatorio</li> <li>• Procedura gestita da un curatore nominato dal tribunale sotto la supervisione del giudice delegato</li> <li>• Segue la <i>par condicio creditorum</i> e il rispetto dell'ordine dei privilegi (<i>absolute priority rule</i>)</li> </ul>	

**Dinamiche operative.** Le aziende su cui ci concentriamo sono aziende per le quali il piano di ristrutturazione prevede la continuazione del business. Ci aspettiamo dunque che il recupero del debito avvenga in buona parte attraverso la produzione di cash-flow futuri derivanti dall'attività d'impresa, ed eventualmente, in parte minoritaria, attraverso la cessione di beni non funzionali al core business dell'azienda<sup>4</sup>. Tale contesto vede, con i dovuti distinguo, delle similitudini con il caso di un'azienda nei suoi primi anni di attività, tendenzialmente caratterizzati da importanti investimenti che, a fronte di una marginalità iniziale relativamente contenuta, possono offrire una robusta crescita futura (in linea con le argomentazioni di Wruck, 1990 e Mooradian, 1994). Diversamente, però, dal caso della nuova impresa, ci aspettiamo che l'azienda capace di superare il distress finanziario sia inserita in un network e disponga di un know-how più strutturato dato il più prolungato periodo di attività alle spalle (21,1 anni l'età media delle aziende oggetto di questo studio, si veda la tavola 2). La ripresa della crescita può quindi essere rapida e vedersi fin dal primo anno d'implementazione del piano.

Trattandosi però pur sempre di una ristrutturazione, è da attendersi una riduzione di alcune dimensioni (occupazione, immobilizzazioni, costi operativi). Cionondimeno, Franks e Torous (1994) provano la relazione negativa fra la percentuale di asset venduti e il tasso di recupero del debito, spiegando come la vendita di asset che avviene nel corso della riorganizzazione aziendale possa incidere negativamente sul valore complessivo dell'impresa. Conseguentemente, ci aspettiamo che una ripresa più rapida della crescita possa verificarsi ove azienda e creditori riescano a convergere su politiche capaci di preservare il valore dell'impresa, minimizzando, nei limiti del possibile, la dispersione dell'attivo aziendale. Sosteniamo, dunque, che le aziende che mostrano una minore contrazione delle attività nel corso della fase negoziale con i creditori siano caratterizzate da una ripresa più rapida dei ricavi.

Formuliamo quindi l'*ipotesi 1*: aziende che salvaguardano maggiormente gli asset aziendali nella fase negoziale con i creditori si caratterizzano per una ripresa più rapida dei ricavi successivamente all'approvazione del piano di ristrutturazione.

Barker e Mone (1994) dimostrano come la pratica diffusa di un taglio dei costi in periodi di distress aziendale possa rivelarsi controproducente, aggravando la crisi dell'impresa. Su tale linea, Barker e Duhaime (1997) evidenziano la centralità di un riposizionamento strategico dell'azienda per il risanamento del business più che di politiche incentrate sull'efficienza, argomenti proposti anche da Sudarsanam e Lai (2001). Ancora, Blazy et al. (2011) evidenziano come la salvaguardia dei posti di lavoro sia un obiettivo che aiuta la ristrutturazione dell'azienda in crisi. Ci aspettiamo quindi che la ripresa più rapida del business si associ a un ridimensionamento solamente contenuto dell'occupazione e dei costi aziendali, che potrebbe invece risultare dannoso per il risanamento aziendale se perpetrato in profondità.

Formuliamo quindi l'*ipotesi 2*: aziende che contengono la riduzione dell'occupazione e dei costi aziendali nella fase negoziale con i creditori si caratterizzano per una ripresa più rapida dei ricavi successivamente all'approvazione del piano di ristrutturazione.

Hotchkiss (1995) mostra come la redditività operativa delle aziende resti comunque ristretta nei periodi post-procedura, nonostante una possibile crescita. Ciò ricalca l'impostazione citata dell'azienda

---

<sup>4</sup> La stessa giurisprudenza, al fine dell'inquadramento della forma cosiddetta «mista» delle procedure di ristrutturazione (vedi nota 3) entro un'ottica di continuità d'azienda o di liquidazione, considera quale delle due dimensioni risulti prevalente. Conseguentemente, ci aspettiamo che le procedure in continuità da noi analizzate prevedano il recupero della parte maggioritaria del debito attraverso la produzione di cash-flow derivanti dalla continuazione dell'attività operativa dell'impresa.

di nuova formazione, per la quale l'incremento della redditività tende a sopraggiungere conseguentemente a un primo periodo di investimento e crescita. Similmente, ci aspettiamo che le aziende capaci di convergere con i creditori su un percorso di preservazione del valore aziendale, e che manifestano una ripresa più rapida dei ricavi, non vedano già dalle fasi negoziali con i creditori l'incremento della propria redditività operativa, che ci aspettiamo manifestarsi in un secondo periodo. Formuliamo quindi l'*ipotesi 3*: nel corso della fase negoziale con i creditori non emergono divergenze nella redditività operativa per le aziende che sperimentano una ripresa più rapida dei ricavi successivamente all'approvazione del piano di ristrutturazione.

**Dinamiche finanziarie.** Due fattori che, secondo la letteratura, condizionano il processo di ristrutturazione del debito sono il rapporto di leverage (si vedano, fra gli altri, i lavori di Chatterjee et al., 1996, e di Jostarndt e Sautner, 2010) e la quota di debito bancario (James, 1996; Couwenberg e de Jong, 2006; Brown et al., 1994). Denis e Rodgers (2007) sostengono che la ristrutturazione sia più agevole quando il business, seppur finanziariamente in difficoltà, è economicamente fruibile. Vengono salvate dunque le aziende capaci anzitutto di ristrutturarsi finanziariamente, soddisfacendo le pretese dei creditori. Le aziende da noi analizzate sono tutte aziende per le quali i creditori hanno approvato la continuità del business, quindi capaci di operare una ristrutturazione finanziaria. Conseguentemente, non ci aspettiamo differenze significative negli interventi sul rapporto di leverage e sulla quota di debito bancario fra aziende che sperimentano una crescita dei ricavi più o meno rapida nella fase post-omologa.

Formuliamo quindi l'*ipotesi 4*: nel corso della fase negoziale con i creditori non emergono divergenze negli interventi sul rapporto di leverage e sulla quota di debito bancario per le aziende che sperimentano una ripresa più rapida dei ricavi successivamente all'approvazione del piano di ristrutturazione.

#### 4. Metodologia della ricerca

**Descrizione del dataset.** Il lavoro è realizzato su un dataset originale che contiene tutte le procedure di concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti depositate presso i tribunali delle 7 province della Regione Veneto (Belluno, Padova, Rovigo, Treviso, Venezia, Verona, Vicenza) nel decennio 2006-2016, per un totale di 687 procedure attivate da altrettante aziende. I documenti inerenti alle procedure negoziali sono stati resi disponibili tramite la Camera di Commercio di Venezia Rovigo<sup>5</sup>. In totale sono stati manualmente analizzati 4.965 documenti, corrispondenti a 652 procedure di concordato preventivo e a 35 accordi di ristrutturazione dei debiti. Confermiamo nel nostro contesto la stessa sproporzione d'utilizzo presente anche a livello nazionale (Danovi et al., 2018)<sup>6</sup>. Giacosa e Mazzoleni (2012) mostrano come gli accordi di ristrutturazione dei debiti tendano a essere impiegati in presenza di una minore entità della crisi aziendale, e ciò può in parte spiegarne il minor utilizzo.

Tramite il database Aida abbiamo estratto i bilanci di 590 aziende; di queste, 569 sono ricorse al concordato preventivo e 21 agli accordi di ristrutturazione dei debiti. Attraverso il Codice Ateco abbiamo raggruppato le aziende per settore economico. La figura 1 presenta la numerosità delle

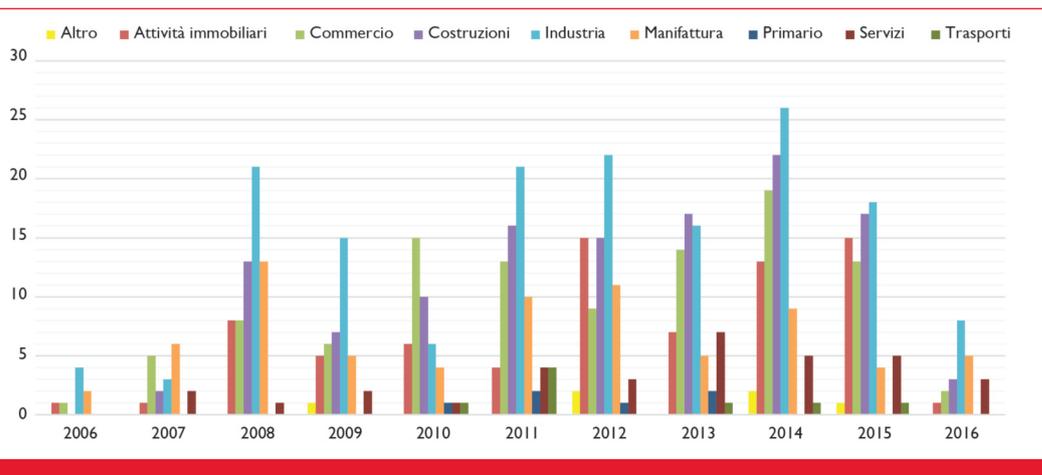
<sup>5</sup> I documenti inerenti ai piani attestati di risanamento non sono accessibili in quanto la pubblicazione nel Registro delle Imprese è facoltativa.

<sup>6</sup> Danovi et al. (2018) stimano in 9.460 le domande di concordato depositate nei tribunali italiani per il periodo 2010-2016, e in 1.818 quelle per gli accordi di ristrutturazione dei debiti.

procedure per anno e per settore delle aziende coinvolte. In linea con quanto riportano Danovi et al. (2018), i dati mostrano come l'impiego degli strumenti negoziali sia stato condizionato tanto dalle evoluzioni normative che dalla congiuntura economica sfavorevole, coinvolgendo in misura maggiore i settori più colpiti dalla recente crisi economica (in ordine decrescente per numero di casi: Industria, Costruzioni, Commercio, Attività immobiliari, Manifattura).

Figura 1

### Numerosità delle procedure per anno e settore economico



Nella tavola 2 riportiamo alcune dimensioni di sintesi sulle aziende analizzate. L'elevato tasso d'indebitamento medio, maggiore di 1, rivela l'insufficienza dei valori dell'attivo per il risanamento dei debiti. Per un sottoinsieme di procedure abbiamo potuto estrarre dai documenti legali dati puntuali inerenti alle procedure stesse, che presentiamo nella tavola 3. La durata mediamente maggiore delle procedure di concordato rispetto agli accordi di ristrutturazione conferma la maggior complessità dello strumento, più adatto per l'amministrazione di casi in cui un accordo condiviso fra azienda e creditori sia di più difficile soluzione e per la ristrutturazione di aziende tendenzialmente in maggior stato di distress. Tale aspetto è confermato anche dai minori tassi di recupero del credito chirografario riportati nel piano, mediamente garantiti da tale strumento.

Per 213 procedure abbiamo potuto determinare l'esito puntuale del processo di ristrutturazione (tavola 4)<sup>7</sup>. Per le altre procedure le informazioni nei documenti erano parziali e sono state conseguentemente rimosse per le successive fasi dell'analisi. Gli accordi di ristrutturazione dei debiti si confermano più indirizzati alla continuità dell'azienda, in linea con la minore entità della crisi che tende a caratterizzare le aziende che accedono a tale procedura.

**Metodo di ricerca e definizione delle variabili.** Per testare le nostre ipotesi di ricerca ci concentriamo sulle aziende per le quali il piano di ristrutturazione prevede la continuità del business, pari a 136 aziende (41 in continuità diretta e 95 in continuità indiretta). La struttura temporale

<sup>7</sup> Danovi et al. (2018) descrivono come il concordato preventivo sia utilizzato in gran parte a fini liquidatori (69% dei casi per il loro dataset, contro il 21% per la continuità indiretta e il 9% per la continuità diretta). L'elevato numero di procedure in continuità indiretta che noi rileviamo deriva dalla prospettiva adottata in questo lavoro. Come anticipato, scopo di questo lavoro è individuare i fattori associati a un più rapido risanamento del business dopo l'accordo con i creditori. La prospettiva adottata è quindi quella del business. Fino al 2015 c'è stata una discussione approfondita all'interno della giurisprudenza italiana sull'inquadramento di alcune casistiche entro un quadro liquidatorio o di continuità dell'attività d'azienda, quali il caso dell'affitto del ramo d'azienda e della conseguente cessione a seguito della procedura, caso frequente per il nostro dataset. In tale fattispecie, parte dell'attivo viene liquidato mentre uno o più rami dell'attività d'impresa vengono ceduti con continuità dell'attività del ramo in capo a terzi. Laddove parte della giurisprudenza adottasse il punto di vista dell'entità economica (l'impresa), rifacendosi quindi a un quadro di continuità d'azienda, una seconda linea di pensiero adottava il punto di vista del titolare dell'azienda. Abbracciando questa seconda prospettiva,

Tavola 2

<b>Caratteristiche delle aziende per le procedure analizzate</b>			
<b>Variabile</b>	<b>N.</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>
Dipendenti	447	29	14
Età azienda (anni)	590	21,1	19,7
Ricavi vendita (euro)	477	9.163.685	3.335.519
Totale attivo (euro)	477	13.648.977	5.397.150
Leverage	477	1,34	0,96
Quota debito bancario su attivo	440	0,59	0,48
	<b>N.</b>	<b>Frequenza</b>	
<i>Dimensione</i>			
Micro	170	28,1%	
Piccola	212	36,7%	
Media	95	16,2%	
Grande	11	1,6%	
<i>Forma legale</i>			
Srl	515	87,3%	
Spa	55	9,1%	
Altro	20	3,5%	

La dimensione aziendale è definita secondo i parametri di classificazione previsti dalla Raccomandazione della Commissione europea 2003/361/Ce.

Tavola 3

	<b>Concordato preventivo</b>			<b>Accordi di ristrutturazione dei debiti</b>		
	<b>N.</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>	<b>N.</b>	<b>Media</b>	<b>Mediana</b>
Durata procedura (giorni)	202	453	432	11	124	105
Tasso recupero crediti chirografari	180	22,1%	16,7%	9	77,3%	76,9%
Crediti chirografari (euro)	136	7.955.202	3.191.938	7	9.129.509	920.442
Spese giudiziarie (euro)	195	204.293	120'000	1	150.000	150.000

Tavola 4

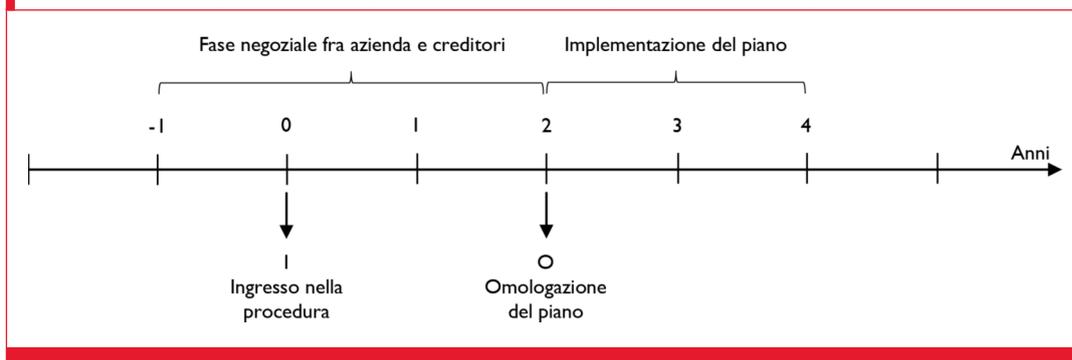
<b>Esito delle procedure concorsuali per le aziende del nostro dataset</b>			
	<b>Continuità diretta</b>	<b>Continuità indiretta</b>	<b>Liquidazione</b>
Concordato preventivo	34	92	87
Accordi di ristrutturazione dei debiti	7	3	1
<b>Totale</b>	<b>41</b>	<b>95</b>	<b>88</b>

casi quali la cessione del ramo d'azienda, nel quale vi è il dispossesso dei beni da parte del titolare, possono configurarsi come esito liquidatorio. Dal 2015 la giurisprudenza tende ad allinearsi al punto di vista dell'entità economica. Tale è l'approccio adottato in questo lavoro, portandoci quindi a inquadrare la fattispecie della cessione del ramo d'azienda in un quadro di continuità indiretta (salvo i casi in cui prevalga con evidenza la componente liquidatoria). Basiamo le nostre conclusioni sul contenuto economico dei piani e grazie al supporto di un commissario giudiziario esperto per la classificazione dei casi più complessi.

delle procedure adottata per le analisi empiriche è presentata nella figura 2. «I» corrisponde all'anno d'ingresso nella procedura, «O» all'anno di omologazione del piano; i numeri rappresentano l'anno rispetto alla fase d'ingresso nella procedura. Approssimiamo a tre anni il periodo negoziale con i creditori (-1, O)<sup>8</sup>. Approssimiamo a due anni il periodo d'implementazione del piano (O, 4); nonostante la lunghezza di tale periodo possa anche essere più estesa, riteniamo che i due anni successivi all'omologazione del piano rappresentino un periodo sufficiente per valutare se vi sia una tempestiva ripresa del business.

Figura 2

### Struttura temporale delle procedure adottata per le analisi empiriche



Delle 136 aziende per le quali il piano di ristrutturazione prevede la continuazione del business, 47 non presentano dati contabili fino all'anno 4, essendo procedure di recente omologazione. Le analisi quantitative si concentrano quindi su 89 aziende. Per queste aziende calcoliamo il tasso di crescita annuale dei ricavi iscritti a bilancio. Definiamo la ricrescita aziendale nella fase d'implementazione del piano come la media fra i tassi di crescita annuali dei ricavi nel periodo (2, 4). Suddividiamo le aziende in due gruppi:

- G1: aziende per cui il tasso di crescita medio dei ricavi in (2, 4) è maggiore o uguale a 0 (30 aziende);
- G2: aziende per cui il tasso di crescita medio dei ricavi in (2, 4) è minore di 0 (59 aziende).

La tavola 5 riporta le statistiche descrittive per le caratteristiche delle procedure per i due gruppi. La numerosità degli accordi di ristrutturazione dei debiti è limitata per confronti esaustivi. È però possibile evidenziare come, per i concordati preventivi, media e mediana dei tassi di recupero del credito chirografario siano maggiori per il gruppo di aziende che cresce più rapidamente (G1). I tassi di recupero riportati nella tavola 5 derivano da quanto proposto nel piano di ristrutturazione, cioè a priori rispetto all'andamento dei ricavi nella fase post-omologazione. Di conseguenza, questi dati suggeriscono come la definizione di misure volte al rapido risanamento dell'azienda nella fase negoziale con i creditori porti l'impresa ad attendersi maggiori cash-flow futuri attraverso cui garantire maggiori tassi di recupero del debito, a pieno vantaggio dei creditori. Evidenziamo anche

<sup>8</sup> La durata mediana del periodo che va dall'ingresso nella procedura all'omologazione del piano (I, O) per le procedure del nostro dataset è di 18 mesi; per le analisi empiriche estendiamo la fase negoziale con i creditori all'anno antecedente l'ingresso nella procedura, ritenendo che tali negoziazioni possano iniziare anche prima rispetto alla data ufficiale di avvio della procedura giudiziaria.

Tavola 5

**Caratteristiche delle procedure giudiziarie analizzate**

	Concordato preventivo						Accordi di ristrutturazione dei debiti					
	N.		Media		Mediana		N.		Media		Mediana	
	G1	G2	G1	G2	G1	G2	G1	G2	G1	G2	G1	G2
Durata procedura (giorni)	27	57	481	467	423	431	3	2	94	215	105	215
Tasso recupero crediti chirografari	26	49	24,0%	18,2%	19,2%	13,1%	2	1	75,6%	94,0%	75,6%	94,0%
Crediti chirografari (euro)	16	38	5.507.491	9.599.091	2.862.691	3.869.346	2	1	2.044.177	8.061.493	2.044.177	8.061.493
Spese giudiziarie (euro)	24	56	341.838	205.396	139.639	122.550	-	1	-	150.000	-	150.000

Confronto fra aziende con tassi di crescita medi dei ricavi positivi (G1) e negativi (G2) nei due anni successivi all'omologazione del piano di ristrutturazione.

le maggiori spese giudiziarie sostenute mediamente da questo gruppo di aziende, il che suggerisce un maggior lavoro svolto con i professionisti nella fase di preparazione del piano.

Come riportato, la letteratura evidenzia alcuni fattori che più influiscono sulla ristrutturazione dell'azienda in crisi, quali la struttura finanziaria (Chatterjee et al., 1996; Jostarndt e Sautner, 2010), la quota di debito bancario (James, 1996; Couwenberg e de Jong, 2006; Brown et al., 1994), la vendita di parte delle attività (Franks e Torous, 1994), la presenza di attività immateriali (Gilson et al., 1990), la salvaguardia dell'occupazione (Blazy et al., 2011), il contenimento dei costi (Barker e Mone, 1994). Studiamo quindi come questi stessi fattori si associno alla ripresa più o meno rapida del business successivamente all'omologazione del piano di ristrutturazione; consideriamo anche i crediti commerciali per completare il profilo operativo dell'impresa. Per le variabili oggetto d'analisi testiamo se nella fase negoziale (il periodo (-1, 2)) la distribuzione sia statisticamente differente tra il gruppo di aziende con tasso di crescita medio dei ricavi positivo (G1) e negativo (G2) nel periodo post-omologa (2, 4). A tal fine, utilizziamo il test non parametrico Wilcoxon rank-sum test, già utilizzato da altri autori (ad esempio, Hotchkiss, 1995; Denis e Rodgers, 2007) per confrontare le mediane delle distribuzioni fra gruppi d'impresa nel contesto della ristrutturazione d'azienda.

## 5. Risultati della ricerca

Nella tavola 6 presentiamo le mediane dei tassi di crescita medi delle variabili analizzate per i due gruppi (periodo (-1, 2), eccetto per il tasso di crescita medio della variabile Ricavi che, come già specificato, si riferisce al periodo (2, 4)). Nell'ultima colonna riportiamo i risultati del Wilcoxon rank-sum test eseguito fra i due gruppi G1 e G2.

Per costruzione i due gruppi presentano una differenza significativa nella mediana del tasso di crescita medio dei ricavi in (2, 4), pari rispettivamente a 26,4% per il gruppo G1 e a -91,9% per il gruppo G2<sup>9</sup>. Verifichiamo quindi quali sono i fattori associati a migliori performance nel periodo (2, 4).

<sup>9</sup> Si potrebbe pensare che tale divergenza nelle performance sia associata a divergenze fra le aziende dei due gruppi nel grado di gravità della crisi all'ingresso nella procedura. Brown et al. (1994) impiegano il rapporto fra Ebit e Oneri Finanziari come proxy dell'entità del distress aziendale (maggiore tale indicatore, minore il grado di distress dell'azienda). I risultati del Wilcoxon rank-sum test per questo indicatore, nell'anno antecedente l'ingresso nella procedura, non rivelano differenze significative fra i gruppi, suggerendo che le aziende che presentano migliori performance nel periodo post-omologa non si distinguono per una iniziale minore gravità della crisi rispetto alle altre.

Tavola 6

**Risultati del Wilcoxon rank-sum test eseguito fra i due gruppi G1 e G2 per le variabili d'interesse**

	Mediana dei tassi di crescita medi		p-value (mediana G1 > mediana G2)
	G1	G2	
Ricavi	26,4%	-91,9%	0,0000***
<b>Ipotesi 1</b>			
Totale attivo	-8,3%	-18,5%	0,0004***
Immobilizzazioni materiali	-10,2%	-23,2%	0,0141**
Immobilizzazioni immateriali	-27,2%	-54,2%	0,0423**
Rimanenze	-22,3%	-54,6%	0,0105**
Totale crediti commerciali	3,1%	-22,1%	0,0076***
<b>Ipotesi 2</b>			
Numero dipendenti	-15,2%	-52,1%	0,0005***
Costi della produzione	-7,1%	-52,8%	0,0003***
			<b>p-value (mediana G1 ≠ mediana G2)</b>
<b>Ipotesi 3</b>			
Ebitda	-72,9%	-69,7%	0,8114
Roa	-45,8%	-26,0%	0,6486
<b>Ipotesi 4</b>			
Quota del debito bancario	0,0%	0,0%	0,5598
Leverage	16,8%	14,0%	0,9810

Per Ricavi si riporta la mediana dei tassi di crescita medi nel periodo (2, 4); per le restanti variabili, si riportano le mediane dei tassi di crescita medi nel periodo (-1, 2).

\* Livello di significatività al 10%. \*\* Livello di significatività al 5%. \*\*\* Livello di significatività all'1%.

Abbiamo ipotizzato (ipotesi 1) che le aziende che nella fase di contrattazione con i creditori salvaguardano maggiormente l'attivo aziendale siano quelle che crescono più rapidamente dopo l'approvazione del piano. I risultati confermano questa ipotesi. Le mediane dei tassi di crescita medi delle variabili di riferimento sono sensibilmente inferiori per le aziende del gruppo G2 rispetto alle relative controparti del gruppo G1, e le differenze risultano statisticamente significative al livello:

- 1% per Totale attivo e Totale crediti commerciali;
- 5% per Immobilizzazioni materiali, Immobilizzazioni immateriali e Rimanenze.

Possiamo dunque confermare l'ipotesi 1: le aziende che, nella fase negoziale con i creditori, sono capaci di non dispendere le risorse aziendali e adottare una politica di preservamento del valore dell'attività d'impresa mostrano una più rapida ripresa della crescita aziendale conseguentemente all'accordo con i creditori. Ciò è confermato anche dai risultati ottenuti per l'ipotesi 2: le aziende che dimostrano una ripresa più rapida dei ricavi contengono la riduzione dell'occupazione e dei costi nel corso della fase negoziale con i creditori. Le mediane dei tassi di crescita medi di Numero dipendenti e Costi della produzione risultano notevolmente inferiori per le aziende del gruppo

G2 rispetto a quelle del gruppo G1, e le differenze risultano statisticamente significative all'1%. Una riduzione dell'occupazione e un taglio dei costi eccessivi si rivelano quindi nocivi per la ripresa rapida del business.

Abbiamo ipotizzato anche che, nonostante la differenza nella crescita dei ricavi fra i due gruppi di aziende, non emergano differenze significative nella redditività operativa durante la fase negoziale (ipotesi 3). I risultati presentati nella tavola 6 confermano questa ipotesi, in quanto le differenze fra le mediane dei tassi di crescita medi di Ebitda e Roa per i due gruppi non sono statisticamente significative. Possiamo quindi confermare l'ipotesi 3: la redditività operativa nella fase negoziale con i creditori non è un fattore che si associa alla ripresa più rapida delle performance aziendali successivamente all'approvazione del piano di ristrutturazione.

Infine, abbiamo ipotizzato che non emergano divergenze negli interventi sul rapporto di leverage e sulla quota del debito bancario nel corso della fase negoziale con i creditori associate a disparità nei tassi di crescita dei ricavi post-omologazione (ipotesi 4). I risultati mostrano come non vi siano differenze statisticamente significative fra le mediane dei tassi di crescita medi della quota dell'indebitamento bancario, che anzi non varia, e nella struttura finanziaria (Leverage) per i due gruppi di aziende. Possiamo quindi confermare l'ipotesi 4: interventi nella composizione delle passività e nel rapporto di leverage nella fase negoziale con i creditori non si associano a una ripresa più rapida della crescita aziendale successivamente all'omologazione del piano di ristrutturazione.

Per rendere più robusti i nostri risultati abbiamo eseguito un'ulteriore analisi, ripartendo le aziende in 4 gruppi sulla base dei quartili della distribuzione del tasso di crescita medio dei ricavi nella fase post-omologa e confrontando quindi l'andamento delle variabili d'interesse fra i quartili. I risultati, che per brevità di testo non includiamo, mostrano la tendenza crescente dei valori delle variabili di riferimento per l'ipotesi 1 e l'ipotesi 2 e valori altalenanti per le variabili di riferimento per l'ipotesi 3 e l'ipotesi 4, confermando pienamente quindi quanto emerso dal Wilcoxon rank-sum test.

La conferma delle ipotesi di ricerca ci porta a rimarcare l'importanza cruciale assolta dalla fase negoziale con i creditori che, partendo da un momento critico per l'impresa, può rivelarsi il perno della ricrescita aziendale.

## 6. Discussione dei risultati

La letteratura sulla ristrutturazione d'impresa fornisce un quadro piuttosto completo sui fattori che condizionano il raggiungimento di un accordo con i creditori che salvaguardi la continuità del business. Meno, però, sappiamo sugli interventi che ne facilitano il successivo risanamento. Risana-mento che diventa imprescindibile per evitare una ricaduta nell'insolvenza. Un primo importante risultato ottenuto dalla verifica dell'ipotesi 1 è che le aziende che mostrano una crescita più rapida dei ricavi conseguentemente all'omologa sono quelle che limitano la riduzione degli asset, siano essi immobilizzazioni materiali, immateriali, rimanenze o crediti commerciali. In linea con quanto sostenuto da Franks e Torous (1994), un'eccessiva riduzione degli asset aziendali può portare alla perdita di valore del complesso aziendale, impoverendo il business e rendendo più lento il risanamento. Un simile ragionamento si applica per il secondo importante risultato acquisito dalla vali-

dazione dell'ipotesi 2, che dimostra come un eccessivo taglio dei costi e dei posti di lavoro possa rivelarsi dannoso per una ripresa rapida del business. Ciò concorda con l'approccio di Barker e Mone (1994), secondo cui strategie troppo concentrate sul miglioramento dell'efficienza possono rivelarsi controproducenti e aggravare la crisi dell'impresa. Non si può ignorare il fatto che il ripagamento del debito spesso debba passare attraverso una vendita degli asset e una riduzione del personale e dei costi aziendali, al fine di reperire liquidità. Infatti, diverse delle procedure che rientrano nel nostro dataset hanno un esito «misto» (vedi nota 4), ovvero con continuità del business ma contemporanea cessione di parte degli asset. Nonostante ciò, i nostri risultati suggeriscono come il risanamento rapido del business non si associ a politiche di efficientamento draconiane, che infatti risultano dannose, ma, in linea con quanto suggeriscono Barker e Duhaimé (1997) e Sudarsanam e Lai (2001), deve anche abbracciare un riorientamento strategico.

Un terzo importante risultato ottenuto dalla conferma all'ipotesi 3 suggerisce che, a fronte di una crescita rapida dei ricavi, la redditività operativa possa tardare a manifestarsi. Ciò conferma le similitudini con il caso di un'azienda di nuova formazione, dalla quale ci si attende una marginalità più consistente nel futuro a fronte di investimenti nel presente. Pur in assenza dei dati per confermare che la redditività delle aziende del gruppo G1 incrementerà nel medio periodo, i nostri risultati all'ipotesi 3 confermano che una iniziale mancanza di redditività è scontata e non necessariamente indica l'assenza di un percorso di risanamento dell'azienda. Ancora, i risultati acquisiti dalla verifica dell'ipotesi 4 rimarcano come la ristrutturazione finanziaria, pur essendo imprescindibile per il raggiungimento dell'accordo con i creditori, come la letteratura sulla ristrutturazione del debito ha ampiamente dimostrato, non rappresenti invece un fattore decisivo per una rapida ripresa del business, che si mostra più legata a interventi strategico-operativi.

Infine, un altro risultato è degno di nota. L'analisi di medie e mediane dei tassi di recupero del debito chirografario proposti dal piano evidenzia come questi tendano a essere maggiori per le imprese che mostreranno nel post-omologa migliori tassi di crescita dei ricavi, ovvero per quelle stesse aziende che, nel corso della fase negoziale con i creditori, limitano la vendita degli asset e i tagli al personale e ai costi aziendali. Questo risultato si rivela di notevole interesse per i creditori. Infatti, suggerisce come un loro sostegno a manovre centrate al recupero dell'operatività del business, che in certi casi può passare anche attraverso l'erogazione di nuova finanza (la cosiddetta finanza ponte), più che al recupero di liquidità per il ripagamento del debito, può tradursi in un vantaggio per i creditori stessi, oltre che per l'azienda, permettendo di puntare a maggiori tassi di recupero del debito grazie all'attesa ricrescita aziendale.

## **7. Per aspera ad astra**

La crisi dell'azienda è una delle possibili fasi della vita di un'impresa. Contrariamente a quanto lo stesso termine può suggerire, la crisi aziendale può costituire anche un punto di rinascita del business. Studi sul tema (ad esempio, Wruck, 1990; Mooradian, 1994) evidenziano come le ristrettezze finanziarie ed economiche imposte dalla crisi d'azienda possano spingere il management a reindirizzare le risorse rimaste verso i loro migliori usi, massimizzando il valore dell'impresa. Oltre a ciò,

il momento della crisi aziendale può tradursi in una fase di completo ripensamento del business, operativo e finanziario, capace di renderlo più robusto rispetto alle pressioni interne ed esterne e di farlo crescere.

La normativa italiana offre gli strumenti attraverso cui ricercare una soluzione a tale crisi portando al tavolo i diversi soggetti che ne vengono coinvolti (manager, azionisti, creditori). Ci concentriamo dunque sui due strumenti giudiziari – concordato preventivo e accordi di ristrutturazione dei debiti – che fanno perno proprio sulla fase negoziale fra azienda e creditori. Fase che culmina con la presentazione da parte dell'azienda di un piano di ristrutturazione sottoposto alla (auspicata) approvazione dei creditori. Partendo dall'insieme delle procedure di ristrutturazione avvenute in Veneto nel decennio 2006-2016, presentiamo una panoramica sull'utilizzo di tali strumenti per la soluzione italiana alla crisi d'impresa. I dati suggeriscono come l'impiego degli strumenti sia stato condizionato tanto dall'andamento settoriale negli anni della recente crisi economica che dalle evoluzioni normative della disciplina sull'insolvenza d'azienda. Per 136 aziende il piano di ristrutturazione approvato dai creditori prevede la continuità del business. Ci chiediamo quindi quali dinamiche, finanziarie e operative, sviluppatesi nel corso della fase negoziale con i creditori, si associno a una più rapida ripresa dell'attività d'azienda una volta raggiunto l'accordo per la rinegoziazione del debito.

I risultati dell'analisi empirica forniscono un quadro piuttosto definito del tema analizzato. Le aziende capaci di contenere la dispersione degli asset aziendali nel corso della fase negoziale con i creditori e di evitare politiche incentrate sul taglio drastico dell'occupazione e dei costi aziendali si caratterizzano per la ripresa più rapida del business, e mostrano tassi di crescita medi dei ricavi positivi fin dal primo anno successivo all'omologazione del piano di ristrutturazione. Inoltre, i piani di ristrutturazione di queste stesse aziende dimostrano mediamente maggiori tassi di recupero del credito. Non troviamo invece divergenze, nel corso della fase negoziale, nella redditività operativa e nelle dinamiche finanziarie (espresse da variazioni nel leverage e nella quota del debito bancario) delle aziende associate a un migliore andamento post-omologa. L'interpretazione di questi risultati ci porta a concentrare l'attenzione verso la dimensione operativa dell'azienda come perno dell'accordo fra impresa e creditori in un'ottica di ripresa del business e al contempo di maggior recupero del credito. In altre parole, una volta superato il distress finanziario, la ripresa di successo dell'attività d'impresa deve essere guidata da interventi che ne risanino l'operatività. La protezione degli asset dell'impresa, la salvaguardia dei posti di lavoro, una riduzione non drastica dei costi aziendali sono misure che possono contribuire a questo risanamento.

L'età media delle aziende da noi analizzate supera i venti anni. Ci aspettiamo che tali aziende abbiano accumulato, nel corso del tempo, un know-how distintivo alla base dell'attività d'impresa. Le misure da intraprendere devono essere quindi capaci di salvaguardarlo, facendone riemergere il valore. Ciò a ovvio beneficio dell'impresa, ma anche a vantaggio dei creditori, in quanto da un miglior andamento aziendale post-omologazione si attendono maggiori tassi di recupero del debito e maggiori cash-flow tramite cui attuare puntualmente il piano di recupero.

La letteratura ha riconosciuto come il processo di ristrutturazione possa rappresentare un punto di svolta del business, dove i processi aziendali vengono ripensati e ne riemerge l'economicità. I risultati da noi trovati confermano tali considerazioni.

Il presente lavoro offre un interessante contributo alla letteratura di riferimento. A differenza degli studi pregressi, focalizzati sulla fase che precede l'inizio della procedura e sul suo successivo esito (in termini di liquidazione del business o di continuità aziendale), l'analisi proposta offre un punto di vista diverso e originale, concentrandosi sulla fase negoziale e individuando quali dinamiche operative e finanziarie possano più influire sulla rapidità del risanamento aziendale nella fase di implementazione del piano.

Quanto emerso può essere informativo sia per i manager delle aziende che affrontano il processo di ristrutturazione che per i creditori chiamati ad approvare il piano. Infatti, nonostante l'attenzione verso le misure finanziarie atte al ripagamento, almeno parziale, del debito sia *conditio sine qua non* per superare il distress finanziario, la cura delle misure operative diventa fondamentale per completare il risanamento del business. Le evidenze riscontrate, dunque, da un lato suggeriscono alle aziende quali possono essere alcuni interventi utili per velocizzare la ripresa del business; dall'altro dimostrano ai creditori come la convergenza su interventi che salvaguardino l'operatività dell'azienda, evitando pressioni eccessive per la cessione di asset o tagli a personale e costi, possa tradursi in maggiori tassi attesi di recupero del loro credito, permettendo al contempo la rinascita aziendale.

L'analisi presentata si distingue per alcune peculiarità che se, da un lato, forniscono una caratterizzazione specifica alle evidenze proposte, nel contempo costituiscono anche le limitazioni del lavoro, suggerendo opportunità di ricerca futura. Un primo aspetto riguarda il contesto istituzionale di riferimento. Il lavoro si sviluppa infatti in Italia, la cui legislazione prevede che i creditori abbiano ampio potere decisionale in merito ai piani di ristrutturazione. Non è così in altri paesi, come ad esempio la Francia, dove le decisioni in merito ai piani sono invece affidate al tribunale. È evidente, dunque, che i due contesti potrebbero condurre a risultati e conclusioni differenti. Un secondo aspetto da sottolineare riguarda la natura delle procedure esaminate. Questo studio si focalizza infatti sulle procedure giudiziali. Ulteriori future ricerche potrebbero esaminare invece quelle stragiudiziali, offrendo elementi per confronti di grande interesse. È, inoltre, da evidenziare come, concentrandoci su procedure di recente omologazione, i nostri risultati si basino sullo studio dei due anni successivi all'omologazione del piano. Analisi su orizzonti temporali più estesi possono rivelare se i trend evidenziati dai nostri dati perdurano anche negli anni successivi.

Infine, va precisato che l'analisi proposta è univariata e si pone con una valenza esplorativa e non conclusiva. Studi futuri potrebbero testare la relazione causale fra le misure operative qui evidenziate e l'andamento aziendale negli anni successivi all'omologazione del piano di ristrutturazione.

## Bibliografia

- Barker V.L., Duhaime I.M.** (1997), «Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence», in *Strategic Management Journal*, Vol. 18., pp. 13-38.
- Barker V.L., Mone M.A.** (1994), «Retrenchment: Cause of Turnaround or Consequence of Decline?», in *Strategic Management Journal*, Vol. 15, pp. 395-405.
- Blazy R., Chopard B., Fimayer A., Guiou J.D.** (2011), «Employment Preservation Vs. Creditors' Repayment under Bankruptcy Law: The French Dilemma?», in *International Review of Law and Economics*, Vol. 31, pp. 126-141.
- Blazy R., Martel J., Nigam N.** (2014), The Choice Between Informal and Formal Restructuring: The Case of French Banks Facing Distressed Smes», in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 44, pp. 248-263.

- Brown D.T., James C.M., Mooradian R.M.** (1994), «Asset Sales by Financially Distressed Firms», in *Journal of Corporate Finance*, Vol. 1, Issue 2, pp. 233-257.
- Brunner A., Krahen J.P.** (2008), «Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring», in *Review of Economics Studies*, Vol. 75, pp. 415-442.
- Chatterjee S., Upinder S.D., Ramírez G.G.** (1996), «Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings Via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts», in *Financial Management*, Vol. 25, n. 1, pp. 5-18.
- Couwenberg O., de Jong A.** (2006), «It Takes Two to Tango: An Empirical Tale of Distressed Firms and Assisting Banks», in *International Review of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 429-454.
- Danovi A., Giacomelli S., Riva P., Rodano G.** (2018), *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 430, marzo.
- Denis D.K., Rodgers K.J.** (2007), «Chapter 11: Duration, Outcome, and Post-Reorganization Performance», in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, n. 1, pp. 101-118.
- Franks J.R., Sussman O.** (2005), «Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies», in *Review of Finance*, Vol. 9, pp. 65-96.
- Franks J.R., Torous W.N.** (1994), «A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations», in *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, pp. 349-370.
- Giacosa E., Mazzoleni A.** (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino.
- Gilson S.C., John K., Lang L.H.P.** (1990), «Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default», in *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 315-353.
- Hotchkiss E.S.** (1995), «Postbankruptcy Performance and Management Turnover», in *The Journal of Finance*, Vol. 50, n. 1, pp. 3-21.
- James C.** (1996), «Bank Debt Restructurings and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress», in *Journal of Finance*, Vol. 51, no. 2, pp. 711-727.
- Jostarndt P., Sautner Z.** (2010), «Out-of-Court Restructuring Versus Formal Bankruptcy in a Non-Interventionist Bankruptcy Setting», in *Review of Finance*, Vol. 14, pp. 623-668.
- Melcarne A., Ramello G.B.** (2018), *Bankruptcy Delay and Firms' Dynamics*. *Small Business Economics*, published online at <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0041-5>.
- Mooradian R.M.** (1994), «The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device», in *The Journal of Finance*, Vol. 49, n. 4, pp. 1403-1430.
- Rodano G., Serrano-Velarde N., Tarantino E.** (2016), «Bankruptcy Law and Bank Financing», in *Journal of Financial Economics*, Vol. 120, pp. 363-382.
- Sudarsanam S., Lai J.** (2001), «Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis», in *British Journal of Management*, Vol. 12, pp. 183-199.
- Wruck K.H.** (1990), «Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency», in *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 419-444.