



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Il concordato preventivo in Italia:  
una valutazione delle riforme e del suo utilizzo

di Claudio Castelli, Giacinto Micucci, Giacomo Rodano e Guido Romano

Marzo 2016

Numero

316





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Il concordato preventivo in Italia:  
una valutazione delle riforme e del suo utilizzo

di Claudio Castelli, Giacinto Micucci, Giacomo Rodano e Guido Romano

Numero 316 – Marzo 2016

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

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

*La serie è disponibile online sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).*

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

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

# IL CONCORDATO PREVENTIVO IN ITALIA: UNA VALUTAZIONE DELLE RIFORME E DEL SUO UTILIZZO

di Claudio Castelli\*, Giacinto Micucci\*\*, Giacomo Rodano\*\*\* e Guido Romano\*

## Sommario

Tra il 2005 e il 2013 la disciplina italiana sulle crisi d'impresa è stata oggetto di varie riforme, che hanno cercato di rafforzare il concordato preventivo, in particolare nella sua funzione di istituto atto a favorire la continuità di aziende in crisi non irreversibile. Anche tenendo conto degli effetti della crisi economica, tali riforme hanno conseguito l'obiettivo di allargare il ricorso al concordato, in particolare a seguito dell'introduzione di quello "in bianco", che consente di posticipare la presentazione del piano di risanamento. Le riforme hanno anche contribuito a un lieve miglioramento della continuità aziendale. Ciò nonostante, solo una quota limitata di aziende (circa il 4,5 per cento) sopravvive dopo il concordato, la cui funzione principale è rimasta quella di fornire uno strumento liquidatorio di tipo negoziale, alternativo al fallimento che vede un maggior ruolo degli organi giudiziari. Il ricorso al concordato risulta correlato, oltre che con caratteristiche strutturali dell'impresa (un maggior peso delle immobilizzazioni materiali) e delle relazioni creditizie (un minore peso dei crediti dotati di garanzie reali), anche con la durata temporale delle procedure fallimentari nel tribunale di riferimento.

**Parole chiave:** legge fallimentare, ristrutturazioni d'impresa, crisi finanziaria

**Classificazione JEL:** G01, G33, G34, K20

## Indice

1. Introduzione.....	5
2. L'utilizzo del concordato.....	9
3. Il concordato e la continuità aziendale .....	12
4. Il concordato come sostituto del fallimento .....	17
5. Il concordato in bianco e la tempestiva emersione delle crisi .....	19
6. Riflessioni conclusive.....	24
Figure e tavole.....	26
Appendice .....	38
Riferimenti bibliografici .....	40

\* Cerved Group, Studi Economici e Relazioni Esterne.

\*\* Banca d'Italia, Ufficio Analisi e ricerca economica territoriale, Sede di Ancona.

\*\*\* Banca d'Italia, Servizio Struttura economica, Divisione Economia e diritto.



## 1. Introduzione<sup>§</sup>

Fino al 2005, la disciplina italiana sulle crisi d'impresa, risalente al 1942, si basava prevalentemente sull'istituto del fallimento, con una elevata durata temporale delle procedure e bassi tassi di recupero dei crediti. La mancanza di procedure di ristrutturazione efficaci per le aziende in difficoltà non irreversibile, di per sé problematica, si combinava con gli incentivi per i debitori a nascondere o ritardare l'emersione dello stato di crisi, esacerbando tali criticità.

A partire dal 2005, la disciplina è stata oggetto di una serie di riforme che hanno interessato sia l'ambito fallimentare sia il concordato preventivo (di seguito ci riferiremo a esso anche più semplicemente come concordato o come CP). In molti ordinamenti giuridici esistono strumenti che hanno l'obiettivo di favorire il superamento della crisi da parte di imprese che si trovano in una situazione di difficoltà finanziaria temporanea,<sup>1</sup> considerata superabile dopo processi di ristrutturazione, dati il potenziale e le prospettive economiche aziendali. Con le riforme il concordato preventivo – che in precedenza svolgeva finalità essenzialmente liquidatorie in alternativa al fallimento – è stato modificato allo scopo di favorire processi di ristrutturazione e di continuità aziendale.

Entrando più nel dettaglio degli interventi di riforma che si sono susseguiti, è stata innanzitutto ridotta la platea di imprese per cui i tribunali possono aprire una procedura concorsuale (a seguito del Decreto Legge 35/2005, i cui contenuti sono stati in parte rivisti dal

---

<sup>§</sup> Le opinioni espresse sono da attribuire agli autori e non impegnano le rispettive Istituzioni di appartenenza. Gli Autori, pur essendo i soli responsabili di quanto contenuto nel lavoro, desiderano ringraziare per gli utili suggerimenti ricevuti Sabrina Ferretti, Silvia Giacomelli, Giuliana Palumbo e Paolo Sestito.

<sup>1</sup> Negli Stati Uniti d'America, ad esempio, lo strumento principale per questo scopo è il Chapter 11.

decreto legislativo 12 settembre 2007, n. 169).<sup>2</sup> Se tale misura ha inciso in senso restrittivo sul ricorso alle procedure di concordato (e di fallimento), il Decreto Legge 35/2005 ha nel contempo apportato un effetto potenzialmente espansivo, legando i requisiti per l'accesso alla procedura del concordato preventivo all'esistenza di uno stato di "crisi" dell'impresa (in precedenza si richiedeva una situazione di "insolvenza", uno stato logicamente successivo a quello di crisi). Inoltre è stato previsto che l'imprenditore predisponga un piano, da sottoporre all'approvazione dei creditori, che non deve necessariamente rispettare la *par condicio creditorum*, ed è stato abrogato il vincolo di una percentuale minima di pagamento in favore di quelli chirografari.

La disciplina delle crisi reversibili è stata poi oggetto di ulteriori modifiche (Decreto Legge 83/2012), con l'introduzione del concordato preventivo con riserva (cosiddetto "in bianco"). La riforma, introdotta a settembre del 2012, consente di presentare una domanda di concordato senza presentare il piano (appunto, "in bianco"), ma beneficiando immediatamente della sospensione delle azioni esecutive da parte dei creditori, e concede fino a 120 giorni (prorogabili fino a 180) per presentare il piano. Il decreto, inoltre, introduce altri strumenti mirati al rafforzamento delle procedure concordatarie, in particolare la possibilità per il debitore di contrarre finanziamenti successivamente alla presentazione della domanda (c.d. "finanza interinale")<sup>3</sup> e la fattispecie del concordato con continuità aziendale, in cui il

---

<sup>2</sup> In particolare, il Decreto Legge 35/2005 ha modificato in modo restrittivo i requisiti di fallibilità: prima di esso erano considerati "piccoli imprenditori" (ed esclusi dalle procedure) quelli con reddito inferiore al minimo imponibile; successivamente sono considerati piccoli imprenditori coloro che, esercitando un'attività commerciale, hanno investito nell'azienda meno di 300 mila euro e hanno realizzato mediamente nei tre anni precedenti al fallimento ricavi lordi inferiori a 200 mila euro.

Nel 2007 sono state di nuovo modificate le soglie dimensionali relative alle procedure concorsuali, stavolta estendendone l'accesso (decreto legislativo 12 settembre 2007, n. 169, entrato in vigore il 1° gennaio 2008). In base a tale correttivo, viene meno il criterio quantitativo sugli investimenti e sono introdotti due nuovi criteri (in termini di attivo patrimoniale e di indebitamento complessivo). Sono così esclusi dalle procedure gli imprenditori che non superano, nei tre esercizi precedenti, le soglie di 200 mila euro per i ricavi lordi e 300 mila per l'attivo patrimoniale; per quanto riguarda l'indebitamento complessivo, la soglia di 500 mila euro deve essere verificata all'atto della presentazione dell'istanza.

Rispetto alla situazione pre-2005, ad ogni modo, anche tenendo conto della correzione apportata nel 2007, si è ridotta la platea di imprese assoggettabili a una procedura concorsuale.

<sup>3</sup> Con il D.L. 78/2010, è stata introdotta la prededucibilità dei finanziamenti erogati alle imprese in concordato preventivo al fine di facilitarne l'acquisizione di "nuova finanza" nel corso della procedura.

piano prevede esplicitamente il fine di continuità aziendale, ottenibile anche attraverso la cessione o il conferimento dell'azienda stessa.

Nel giugno del 2013, a seguito dell'elevata crescita delle domande di concordato e del timore che il nuovo strumento fosse utilizzato a fini opportunistici per dilazionare il pagamento dei debiti, è stata introdotta, con il Decreto Legge 69/2013, la possibilità per i tribunali di nominare un commissario per monitorare la condotta del debitore nella fase precedente alla presentazione del piano.

Nella nostra analisi considereremo i possibili effetti delle diverse misure via via introdotte dal 2005 al 2013 sul ricorso al CP e sui suoi possibili esiti. Per ovvi motivi di mancanza di dati successivi agli ultimi provvedimenti intervenuti con il Decreto Legge 83/2015, gli effetti di questi non verranno invece considerati. Nei suoi contenuti, tale intervento normativo va ricordato per la possibilità, ora introdotta, di presentare proposte di concordato concorrenti da parte dei creditori che detengano almeno il 10 per cento dei crediti<sup>4</sup>; presentare offerte concorrenti per l'acquisizione dell'azienda o di parte dei beni aziendali. Inoltre, è stata reintrodotta una soglia minima di soddisfacimento dei creditori nel concordato liquidatorio.

Gli obiettivi perseguiti dalle serie di riforme succedutesi sono molteplici: *(i)* estendere il ricorso al concordato, *(ii)* favorire una più rapida emersione delle crisi e *(iii)* la loro positiva risoluzione (la cosiddetta continuità aziendale), *(iv)* al contempo contenendo i possibili comportamenti opportunistici a danno dei creditori da parte delle imprese debentrici.

L'entrata in vigore delle riforme ha sostanzialmente coinciso con la fase di grave crisi economica attraversata dall'Italia a partire degli ultimi mesi del 2008.<sup>5</sup> Le riforme sono state così al contempo stimulate dall'evoluzione macroeconomica complessiva, in una fase in cui è

---

<sup>4</sup> Sono ammissibili proposte concorrenti se la proposta concordataria dell'impresa in crisi non assicura il pagamento di almeno il 40 per cento dell'ammontare dei crediti chirografari. Le nuove disposizioni hanno anche modificato la procedura di voto per la scelta della proposta.

<sup>5</sup> Ferretti, Filippone e Micucci (2016) documentano il netto incremento delle imprese italiane uscite dal mercato (a seguito di una procedura fallimentare o di una liquidazione volontaria) negli anni di crisi. Bonaccorsi di Patti *et al.* (2015) mostrano come le crisi aziendali abbiano alimentato i prestiti bancari che presentano difficoltà di rimborso.

cresciuta l'attenzione al funzionamento del sistema delle procedure concorsuali, e da essa messe prontamente "alla prova", poiché la prolungata fase di difficoltà congiunturale ha accresciuto la platea dei possibili casi di crisi aziendale e, anche per via del suo prolungarsi, ha reso meno agevole il loro eventuale superamento.

Come detto, in questo lavoro si valutano gli effetti delle riforme realizzate tra il 2005 e il 2013 sul funzionamento complessivo del concordato preventivo. L'analisi è stata effettuata utilizzando l'elenco delle aziende soggette al concordato preventivo e al fallimento di fonte Cerved e Infocamere<sup>6</sup>, i dati di bilancio delle imprese di fonte Cerved e quelli relativi ai loro rapporti con le banche di fonte Centrale dei rischi. Il lavoro è organizzato come segue. Nel secondo paragrafo si valuta se le riforme hanno accresciuto l'utilizzo del CP. Si analizza poi (terzo paragrafo) l'efficacia dello strumento, e delle modifiche per esso via via definite, nel perseguimento della sopravvivenza delle aziende in temporanea crisi; il quarto paragrafo considera invece il caso speculare dell'esito liquidatorio del CP. Il quinto paragrafo è dedicato al concordato in bianco, valutandone la capacità di ampliare il ricorso alle procedure concordatarie e di favorire una più tempestiva emersione delle crisi aziendali. Seguono le conclusioni.

Nel complesso, tenendo conto degli effetti della crisi economica, troviamo che le riforme hanno nettamente favorito l'utilizzo del concordato preventivo e che siano anche associate a lievi miglioramenti nella probabilità di sopravvivenza delle aziende che ne fanno uso. L'istituto continua però a caratterizzarsi prevalentemente come una modalità di uscita dal mercato alternativa al fallimento, cui si ricorre soprattutto laddove la durata delle procedure fallimentari è più elevata. Quanto al concordato in bianco, le nostre analisi suggeriscono che al più frequente ricorso allo strumento non si sia associata una maggiore incidenza dell'utilizzo finalizzato alla mera dilazione dei pagamenti, pure con la cautela dovuta alla difficoltà di trovare inequivocabili misure dell'uso opportunistico.

---

<sup>6</sup> Dal 2007 in poi sono disponibili dati di fonte Cerved sulle imprese che hanno aperto un concordato preventivo, che sono sottoposti a rigorosi controlli di qualità. Per il periodo precedente al 2007 sono stati utilizzati dati di fonte Infocamere, che, in base a controlli effettuati nel periodo in cui entrambi i dataset sono disponibili, forniscono comunque una descrizione accurata del fenomeno (cfr. ad esempio fig. 1).

## 2. L'utilizzo del concordato

A partire dalla riforma del 2005 il ricorso al concordato preventivo si è ampliato (Figura 1): mentre prima del 2005 venivano aperti circa 80 concordati preventivi per trimestre, dopo le riforme del 2005 e del 2007 si è passati – in coincidenza con la lunga fase di crisi economica – a più di 200 concordati preventivi per trimestre. Tuttavia la crescita dei concordati non sembra unicamente determinata dalla crisi. In primo luogo, il trend crescente è evidente a partire dal 2005, ben prima della crisi. Inoltre, come mostrato dalla Figura 2, il rapporto tra i concordati e il complesso di procedure concordatarie e fallimentari aperte, un indicatore dell'utilizzo del concordato che risente in misura minore dell'influenza della crisi,<sup>7</sup> è aumentato significativamente e costantemente a partire dal 2005, passando dal 2 per cento al 10 circa del 2012, fino a raggiungere un picco di oltre il 15 per cento tra il 2013 e il 2014, a seguito dell'introduzione del concordato in bianco (D.L. 83/2012). Tale crescita si è interrotta solo dopo l'introduzione delle restrizioni previste dal D.L. 69/2013. Come mostrato nelle figure 3 e 4, la dinamica dei concordati preventivi, sia nel numero che in rapporto al complesso delle procedure aperte, è risultata crescente in tutte le aree geografiche del Paese, ma è stata più marcata al Centro e al Nord, rispetto a quanto osservato al Sud.

Secondo i dati Cerved, le imprese che presentano un concordato preventivo sono di dimensione tipicamente maggiore rispetto a quelle che aprono altre procedure concorsuali. In termini di attivo di bilancio, nella media del periodo 2012-14 il loro peso si è avvicinato al 40 per cento del totale delle procedure concorsuali, laddove in termini di numero di procedure rappresentano il 10 per cento (Figura 5); tra il 2002 e il 2004 i concordati preventivi pesavano solo per il 2 per cento in termini di numero di procedure e per l'8,5 in termini di attivo di bilancio.

Come già detto, l'ampliamento del ricorso al concordato preventivo potrebbe tuttavia dipendere dalla circostanza che, nello stesso periodo, l'economia italiana è stata attraversata da due recessioni (2008-09 e 2012-14), intervallate da un periodo di recupero solo parziale. Al fine di valutare in che misura l'incremento osservato dei concordati sia attribuibile alle

---

<sup>7</sup> In particolare, se la fase recessiva aggrava le crisi d'impresa, rendendo meno probabili le crisi reversibili che dovrebbero essere gestite tramite il concordato preventivo, ci aspetteremmo una riduzione di questo rapporto.

riforme, cercando di separarne l'effetto da quello riconducibile all'andamento dell'economia, è stato stimato un modello in cui il numero di piani di concordato preventivo presentati per trimestre nel periodo 2000-2014 è regredito su una serie di variabili *dummy* in corrispondenza delle riforme,<sup>8</sup> controllando per il tasso di crescita del PIL trimestrale. La tav. 1 riporta i risultati della seguente relazione, stimata con dati a livello trimestrale:

$$y_t = \alpha + \beta_1 d_{dl35} + \beta_2 d_{dlgs169} + \beta_3 d_{dl83} + \beta_4 d_{dl69} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i GGDP_{t-i} + \epsilon_t$$

dove:

- La variabile dipendente  $y_t$  è nel primo modello il numero di concordati preventivi aperti nel trimestre  $t$  (colonna 1), mentre nel secondo modello è il rapporto tra concordati aperti nel trimestre  $t$  e la somma di concordati e fallimenti aperti nello stesso trimestre (colonna 2);
- $d_X$  è una variabile *dummy* corrispondente alla riforma  $X$  (D.L. 35/2005, D.lgs. 169/2007, D.L. 83/2012 e D.L. 69/2013) che assume valore 0 nei trimestri precedenti la riforma e 1 nei trimestri successivi. Per le riforme riguardanti il concordato "in bianco" (D.L. 83/2012 e D.L. 69/2013) la *dummy* assume valore 1 a partire dal secondo trimestre successivo alla riforma, per tener conto dei 120 giorni (prorogabili fino a 180) per presentare il piano;<sup>9</sup>
- $GGDP_t$  è il tasso di crescita del PIL nazionale nel trimestre  $t$ .

Nelle tavole 2 e 3 si analizzano eventuali differenze a livello territoriale nell'effetto delle riforme sul ricorso al concordato preventivo – in livelli (tav. 2) e in rapporto ai fallimenti (tav. 3) – utilizzando variabili dipendenti calcolate a livello di trimestre e macroarea

---

<sup>8</sup> Le variabili *dummy* assumono valore zero nei trimestri precedenti la riforma e valore uno in quelli successivi. Ad esempio, la *dummy* D.L. 35/2005 assume valore zero fino al primo trimestre 2005 incluso e uno per tutti i trimestri successivi fino al quarto trimestre 2014.

<sup>9</sup> Con l'introduzione del concordato in bianco, infatti, il momento di presentazione della domanda non coincide necessariamente con la presentazione del piano, come invece avveniva prima della riforma. La riforma del concordato in bianco concede fino a 120 giorni (prorogabili fino a 180) per presentare il piano. Quindi occorre del tempo perché gli effetti di questa riforma, come quelli del successivo correttivo, si manifestino sui piani presentati. Nelle regressioni delle Tavole 1-3 è stata perciò spostata in avanti di un trimestre la data delle ultime due riforme (concordato in bianco e correttivo).

geografica.<sup>10</sup> Nella prima colonna, alla regressione precedente vengono aggiunte delle *dummy* corrispondenti alla macroarea (secondo una triplice ripartizione: Nord, Centro, Sud). Nelle colonne (2)-(4) la stessa relazione viene stimata separatamente per ciascuna macroregione.

Le *dummy* in corrispondenza delle riforme risultano significative (tav. 1, colonna 1), suggerendo che il maggiore ricorso al concordato preventivo non è dovuto solo all'insorgenza della crisi, ma riflette anche le riforme realizzate, in particolare quella che ha introdotto il concordato in bianco (D.L. 83/2012). Specularmente, l'intervento restrittivo del 2013 ha un effetto significativo e negativo sui piani presentati. I risultati sono confermati dall'analisi dell'andamento della quota di piani di concordato preventivo presentati sul totale dei concordati e dei fallimenti aperti (colonna 2).

Per quanto riguarda gli effetti delle riforme a livello territoriale, essi sono stimati significativi in tutte le aree (Tavole 2 e 3). Gli effetti sono stati più contenuti al Sud, specialmente per la prima riforma (D.L. 35/2005), probabilmente perché l'estensione della definizione di piccolo imprenditore ha ampliato la potenziale platea dei destinatari dell'intervento soprattutto in aree, quali il Centro e il Nord, dove è maggiore la presenza di imprese che superano le soglie di fallibilità.

Gli effetti del D.L. 69/2013 (che ha introdotto la possibilità per i tribunali di nominare un Commissario a monitoraggio della condotta del debitore) sul numero assoluto di concordati preventivi e sulla loro quota rispetto al complesso delle procedure, risultano statisticamente significativi in tutte le aree geografiche.

---

<sup>10</sup> Formalmente per ogni trimestre  $t$  e ogni macroregione  $g$  la regressione stimata è la seguente:

$$y_{t,g} = \alpha + \beta_1 d_{dl35} + \beta_2 d_{dlgs169+} + \beta_3 d_{dl83} + \beta_4 d_{dl69} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i GGD P_{t-i} + \delta_1 d_{centro} + \delta_2 d_{sud} + \epsilon_{t,g} \quad (1)$$

dove:

- $y_{t,g}$  è in Tavola 2, colonna (1), è il numero di concordati preventivi aperti nel trimestre  $t$ , nella macroregione  $g$  e in Tavola 3, colonna (1), è il rapporto tra concordati aperti nel trimestre  $t$  e nella macroregione  $g$  e la somma di concordati e fallimenti aperti nel trimestre e nella macroregione;
- $d_{centro}$  e  $d_{sud}$  sono variabili pari a 1 per ciascuna delle due macroregioni. La categoria di confronto è il Nord. Queste variabili non sono incluse quando si stima la relazione per ciascuna macroregione separatamente.

### 3. Il concordato e la continuità aziendale

L'obiettivo della continuità aziendale, oggetto dell'attenzione del legislatore nelle riforme che si sono succedute in questi anni, non è l'unico possibile esito del concordato preventivo: l'istituto può infatti anche favorire l'espletarsi di procedure di liquidazione gestite con l'accordo dei creditori dell'azienda in crisi, differenziandosi dal fallimento solo per via del maggior ruolo in quest'ultimo svolto dagli organi giudiziari. Tale pluralità di funzioni del CP e delle procedure equivalenti caratterizza in effetti anche altri paesi (si vedano, per gli Stati Uniti, i lavori di Baird, Bris e Zhu (2005), di Bris, Welch e Zhu (2006) e di Warren e Westbrook (2009)). In questo paragrafo si esamineranno gli esiti effettivi del CP, guardando in particolare all'incidenza, tra le procedure di CP aperte, dei casi in cui l'azienda sia ritornata operativa dopo un certo lasso di tempo. Nel paragrafo successivo si esamineranno invece i casi di esito di fatto "liquidatori" del CP.

Avere misure oggettive degli esiti delle procedure di concordato è problematico. Dati di fonte giudiziaria non sono disponibili. Utili informazioni potrebbero essere ricavate dai dati del registro delle imprese (Infocamere) che rilevano l'avvio e la chiusura di procedure a carico dell'impresa; tuttavia tali dati risultano poco affidabili in quanto le liquidazioni avvenute a seguito di un concordato preventivo non sono sempre riportate; questi dati indurrebbero quindi a sovrastimare la quota di imprese che continuano a operare dopo aver aperto una procedura di concordato preventivo.

Un'indicazione indiretta sullo stato di attività dell'impresa dopo l'apertura di un concordato può però venire dall'analisi dei dati di bilancio. Sotto l'ipotesi che un'impresa attiva produca ricavi, definiamo come attiva, in un dato anno, un'impresa che abbia presentato un bilancio che riporti ricavi positivi in almeno uno degli ultimi due esercizi. Secondo questa definizione, delle imprese che hanno aperto un concordato nel biennio 2006-07 (dopo la riforma), solo il 4,4 per cento aveva ricavi positivi a 6 anni di distanza.<sup>11</sup> Come termine di paragone, il tasso di sopravvivenza medio, dopo sei anni, per tutte le imprese attive nello

---

<sup>11</sup> Se invece consideriamo come attiva un'impresa che produce ricavi nell'anno corrente, la quota di imprese che hanno aperto un concordato preventivo nello stesso periodo e sono ancora attive a sei anni di distanza è del 3,6 per cento.

stesso periodo è del 61,2 per cento.<sup>12</sup> Sulla base di queste evidenze, lo strumento si associa alla risoluzione delle crisi d'impresa attraverso la continuità aziendale in misura ancora limitata.

Anche in altri Paesi la probabilità di sopravvivenza nel medio termine delle imprese che ricorrono a procedure per la gestione di situazione di crisi ritenute temporanee è bassa, ma non così bassa come nel caso italiano: per gli Stati Uniti, Baird, Bris e Zhu (2005) mostrano che due terzi delle procedure di *Chapter 11* sono convertite a una liquidazione ai sensi del *Chapter 7*, ma un terzo delle aziende rimane sul mercato.

Rispetto agli anni prima delle riforme che dal 2005 (e con l'eccezione di segno opposto dell'intervento del 2013) hanno ampliato il ricorso allo strumento, la Figura 6a evidenzia come la quota di imprese ancora attive nei primi anni successivi al concordato si sia ridotta. Tuttavia, il semplice confronto tra il tasso di sopravvivenza (numero imprese ancora attive a sei anni di distanza dall'apertura del concordato sul totale delle imprese che hanno aperto un concordato preventivo) tra prima e dopo la riforma è fuorviante per via del diverso contesto macroeconomico. Come si nota nella Figura 6b, il tasso di sopravvivenza medio di tutte le imprese attive prima della riforma, escluse quelle che hanno aperto un concordato preventivo o un fallimento durante l'anno di riferimento, è più alto rispetto a quello delle imprese attive dopo la riforma. Pertanto, per valutare gli effetti della riforma sulla sopravvivenza delle imprese è necessario disporre di un tasso di sopravvivenza di riferimento che tenga conto delle differenti condizioni economiche nel periodo 2002-08 rispetto al periodo 2007-2013.

L'obiettivo dell'analisi seguente è appunto quello di analizzare gli effetti della riforma introdotta dal D.L. 35/2005 sulla probabilità che le imprese continuino l'attività in seguito all'avvio di un concordato preventivo,<sup>13</sup> tenendo però conto degli effetti avversi della fase di crisi economica apertasi nel 2008/09: a tal fine utilizziamo un campione di controllo costituito

---

<sup>12</sup> Nel calcolo del tasso di sopravvivenza sono escluse imprese che hanno aperto un concordato preventivo o un fallimento nell'anno in cui sono stati presentati i bilanci. Considerando solamente imprese simili, per dimensione, a quelle fallibili (con ricavi medi negli ultimi 5 anni maggiori di 200.000 euro e un attivo di bilancio medio maggiore di 300.000 euro, sempre escludendo imprese fallite e che hanno aperto un concordato) il tasso di sopravvivenza medio a 6 anni per le imprese attive nello stesso biennio salirebbe al 66,4 per cento.

<sup>13</sup> Per le successive riforme, più recenti, non vi è ancora sufficiente disponibilità di informazioni ex post per poter valutare compiutamente la sopravvivenza delle aziende interessate.

da imprese “simili” a quelle hanno aperto un concordato preventivo, identificato tramite *propensity score matching*. Questo esercizio ci consente di individuare per due date, una prima della riforma (il 2002,  $Post = 0$ ) e una dopo (il 2007,  $Post = 1$ ), le imprese che hanno aperto un concordato preventivo ( $Cp = 1$ ) e un gruppo di imprese a esse simili ma che non hanno aperto un concordato ( $Cp = 0$ ).<sup>14</sup> Utilizzando solamente le imprese che hanno aperto un concordato e il campione delle imprese di controllo, è stato stimato, per ogni impresa  $i$  in un dato anno  $t \in \{2002; 2007\}$ , il seguente modello:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta Post_t + \gamma Cp_i + \delta Post_t \times Cp_i + \theta' X_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

dove  $y_{i,t}$  è una *dummy* pari a 1 se l'impresa è ancora attiva a sei anni di distanza<sup>15</sup>, la variabile  $Post_t$  è una *dummy* pari a 1 se l'anno  $t$  è dopo la riforma, la variabile  $Cp_i$  è una *dummy* pari a 1 se l'impresa  $i$  ha aperto un concordato preventivo, e  $X_{i,t}$  è una serie di variabili di controllo prese dai bilanci delle imprese.

La variabile  $Post_t \times Cp_i$ , costituita dall'interazione tra la variabile  $Post$  e la variabile  $Cp$ , è la nostra principale variabile di interesse. Il parametro  $\delta$  cattura pertanto, a parità di altre caratteristiche osservabili, la differenza nel tasso di sopravvivenza medio a 6 anni delle imprese che hanno aperto un concordato prima e dopo la riforma del 2005 rispetto alla stessa differenza per imprese simili attive negli stessi anni.<sup>16</sup>

I risultati delle stime sono riportati in Tavola 4. Le imprese che avviano una procedura di concordato preventivo è più probabile che escano dal mercato (il segno stimato per  $Cp_i$  è

---

<sup>14</sup> Le variabili utilizzate per il *matching* sono: totale attivo (log), immobilizzazioni su totale attivo, immobilizzazioni immateriali su immobilizzazioni, grado di patrimonializzazione (in pratica, l'inverso del *leverage*), redditività operativa (MOL/attivo), tasso di crescita del margine operativo lordo, settore di produzione ATECO a due cifre (*dummies*), forma societaria (*dummies*), lo score assegnato dalla Cerved (*dummies*) e regione della sede legale (*dummies*). Per le variabili continue si è calcolata la media sui bilanci dei 5 anni precedenti l'apertura del concordato. Per le variabili categoriche si è utilizzata la moda dei 5 anni precedenti. Il *matching* è stato effettuato per i due anni separatamente, e i risultati non dipendono dall'esclusione o meno delle imprese che hanno aperto un fallimento nello stesso anno, dal gruppo delle potenziali imprese di controllo (cfr. col. 2 di tav. 4).

<sup>15</sup> Un'impresa è considerata attiva in un dato anno se ha presentato un bilancio con ricavi positivi nell'anno corrente o nell'anno precedente.

<sup>16</sup> Data l'endogeneità della scelta di aprire un concordato preventivo, lo scopo dell'esercizio non è quello di identificare un nesso di causalità tra l'apertura del concordato e la sopravvivenza delle imprese. Il *propensity score matching* è utilizzato solamente per identificare le imprese del campione di controllo.

negativo e significativo); analogamente, dopo il 2007, nel periodo di crisi, le aziende escono dal mercato più frequentemente (il segno stimato per  $Post_t$  è negativo e significativo). A parità di altre condizioni, però, le imprese che aprono un CP nel 2007 sopravvivono relativamente di più delle imprese con medesime caratteristiche che avevano aperto un concordato nel 2002 (cioè il segno stimato per la nostra principale variabile di interesse,  $Post_t \times Cp_i$ , è positivo e significativo). Nella colonna (2) di tavola 4 sono riportate le stime ottenute escludendo dall'insieme delle imprese che potenzialmente possono entrare nel campione di controllo le aziende che hanno aperto un fallimento nell'anno di riferimento: i risultati non cambiano. Come controllo di robustezza, nella colonna (3) di tavola 4, vengono riportate le stime ottenute ripetendo l'esercizio senza utilizzare il *propensity score* per identificare il campione di controllo (sempre escludendo le imprese che hanno dichiarato fallimento nell'anno di riferimento) e utilizzando tutti gli anni dal 2002 al 2007 (con il 2005 quale ultimo anno pre-riforma). Il coefficiente dell'effetto della riforma sul tasso di sopravvivenza delle imprese rimane significativo, anche se sostanzialmente minore. A seconda delle stime, il tasso di sopravvivenza a 6 anni per le imprese che hanno aperto un concordato preventivo è aumentato da un massimo di 9,3 a un minimo di 3,5 punti percentuali, a partire da un valore del 5 per cento nel 2002.<sup>17</sup>

Questo esercizio suggerisce che, anche se la quota di imprese che continua l'attività economica dopo un concordato preventivo rimane contenuta, essa è aumentata in seguito alla riforma prevista dal D.L. 35/2005. Nel complesso, pertanto, considerando che le riforme succedutesi dal 2005 in avanti hanno decisamente allargato la platea di imprese che accedono al concordato e che quella del 2005 ha aumentato, seppure in misura contenuta, la probabilità di sopravvivenza delle imprese che vi fanno ricorso, si evince che il nuovo concordato è associato alla continuità aziendale di un maggior numero di imprese.

Un'idea, per quanto approssimativa e da valutare con cautela, degli effetti complessivi del processo riformatore a partire da queste stime, si può derivare da un semplice esercizio controfattuale (di tipo *back of the envelope*) che mira a calcolare quante delle imprese in gravi

---

<sup>17</sup> Ripetendo l'analisi utilizzando diversi gruppo di controllo e diversi anni di riferimento, i risultati sono qualitativamente simili, anche se l'effetto non è sempre statisticamente significativo.

difficoltà avrebbero potuto continuare l'attività prima e dopo le riforma (consideriamo come imprese in grave difficoltà tutte quelle che hanno aperto una procedura concorsuale, quale fallimento o concordato preventivo). Prima della riforma del 2005, circa il 2 per cento di queste imprese accedeva al concordato preventivo e circa il 5 per cento era ancora attiva a sei anni di distanza (pari a 1 impresa su 1000 imprese entrate in procedura<sup>18</sup>). Considerando l'effetto delle riforme in termini di maggiore utilizzo del concordato preventivo, pari a circa l'8,5 per cento<sup>19</sup>, la quota di imprese che hanno accesso al concordato è passata da circa il 2 per cento al 10,5 per cento. Anche ignorando l'effetto positivo della riforma sul tasso di sopravvivenza delle imprese, di 1000 imprese entrate in procedura dopo il 2005, a sei anni di distanza ne sarebbero ancora attive circa 5. Se vi aggiungiamo l'effetto positivo della riforma sul tasso di sopravvivenza delle imprese che hanno aperto un concordato preventivo (portatosi da circa il 5 per cento prima della riforma a un valore che si stima compreso tra un minimo di 8,5 a un massimo del 14,3 per cento<sup>20</sup>), delle 1000 imprese in grave difficoltà, a sei anni di distanza ne sarebbero ancora attive da un minimo di circa 9 a un massimo di circa 15.

Pure con le dovute cautele che devono circondare questo tipo di esercizio, l'effetto sulla probabilità di sopravvivenza risulterebbe di rilievo in termini relativi, considerando che la base di partenza (la probabilità di sopravvivenza prima delle riforme) era molto bassa. Nel complesso, però, nonostante le riforme il CP rimarrebbe largamente una modalità per accompagnare le imprese fuori dal mercato, piuttosto che per conservarne la continuità operativa.

---

<sup>18</sup> Considerare il complesso delle imprese che aprono un fallimento o un concordato preventivo come la potenziale platea che potrebbe beneficiare del concordato preventivo per continuare l'attività è un'approssimazione per eccesso, in quanto si può supporre che una quota significativa delle imprese che aprono un fallimento avrebbero considerato l'opportunità di aprire un concordato preventivo anche dopo la riforma, in quanto destinate comunque a concludere l'attività.

<sup>19</sup> La somma dei coefficienti associati a tutte le riforme (D.L. 35/2005, D.lgs. 169/2007, D.L. 83/2012 e D.L. 69/2013), come stimati nella colonna (2) di tavola 1, è pari a 0,087.

<sup>20</sup> Utilizzando i coefficienti 0,035 e 0,093 nelle colonne (3) e (1) di tavola 4 rispettivamente, che si riferiscono agli effetti del D.L. 35/2005.

#### 4. Il concordato come sostituto del fallimento

La circostanza che solo una quota limitata di aziende sopravvive dopo il concordato preventivo induce a ritenere che il concordato stesso possa essere considerato dalle imprese e dai loro creditori una modalità per uscire dal mercato più efficiente e rapida rispetto alla procedura fallimentare, che vede un maggior ruolo dei tribunali ed è spesso caratterizzata da tempi lunghi di risoluzione

Al fine di valutare se il ricorso al concordato possa configurarsi come una “fuga dal giudice”, testiamo se la quota di imprese che aprono un CP (sul totale delle imprese che aprono un concordato o un fallimento) sia più elevata laddove l’efficienza dei tribunali (misurata dalla durata delle procedure fallimentari) è minore.

Si stima pertanto, utilizzando un *probit*<sup>21</sup>, il seguente modello sul campione formato da tutte le imprese che hanno aperto un concordato preventivo o un fallimento nel periodo 2007-2014.

$$cp_{i,t} = \alpha + \beta dur_{i,t} + \gamma workl_{i,t} + fixed\ effects + \varphi' X_{i,t}^{CR} + \theta' X_{i,t}^{CERVED} + \epsilon_{i,t}$$

dove  $cp_{i,t}$  è una *dummy* pari a 1 se un’impresa  $i$  ha aperto un concordato preventivo e pari a 0 se invece ha aperto un fallimento nell’anno  $t$ . La variabile  $dur_{i,t}$  è la durata media delle cause di fallimento chiuse nei tre anni precedenti l’anno  $t$  nel circondario di tribunale in cui l’impresa  $i$  aveva la sede legale. La variabile  $workl_{i,t}$  è il numero totale di cause di fallimento chiuse nei tre anni precedenti nello stesso tribunale, e controlla per il carico di lavoro del tribunale. I risultati sono riportati nella Tavola 5. In tutte le colonne si controlla per settore produttivo, regione di appartenenza e forma giuridica dell’impresa. Nella colonna 1 si controlla solamente per gli effetti fissi relativi a questi tre elementi (settore, regione e forma giuridica d’impresa) e per una *dummy* pari a 1 se l’impresa compare negli archivi Cerved e un’altra pari a 1 se l’impresa compare negli archivi della Centrale dei rischi. Nella colonna 2

---

<sup>21</sup> I risultati non dipendono dal metodo di stima. Utilizzando *logit* o *linear probability model* i risultati sono sostanzialmente identici.

si controlla per una serie di variabili prese dai dati di bilancio<sup>22</sup> ( $X^{CERVED}_{i,t}$ ), senza includere i controlli presi dalla Centrale dei rischi ( $X^{CR}_{i,t}$ ). Nella colonna 3 si controlla solo per variabili prese dalla Centrale dei rischi (valori medi calcolati nell'anno precedente l'apertura della procedura). Infine nella colonna 4 si controlla per entrambi gli insiemi di variabili, mentre nell'ultima colonna si *clusterizzano* gli *standar errors* a livello di tribunale.

I risultati delle stime mostrano che il peso dei CP sul totale delle procedure concordatarie e fallimentari è effettivamente correlato positivamente alla durata delle procedure fallimentari, suggerendo che il CP possa rappresentare una alternativa migliore al fallimento come modalità di uscita dal mercato, in particolare dove la giustizia civile è particolarmente inefficiente. Tra gli altri risultati delle stime, la probabilità di avviare un CP invece che un fallimento è maggiore per le aziende caratterizzate da un più elevato peso delle immobilizzazioni sull'attivo, specie se tali immobilizzazioni non sono di tipo immateriale, che tipicamente sono di più difficile valutazione.<sup>23</sup> In tali circostanze, per i creditori può essere più agevole monitorare il comportamento del debitore nell'attuazione del piano concordatario e quindi gli stessi possono preferire una maggiore autonomia decisionale dell'impresa in CP piuttosto che affidarsi alle procedure della giustizia civile. La probabilità di avviare un CP, inoltre, è più elevata per le aziende di maggiore dimensione (dove la dimensione è misurata dal totale dell'attivo).

Passando alle variabili che si riferiscono alle relazioni bancarie delle imprese (Tavola 8), a parità di altre circostanze,<sup>24</sup> la probabilità di avvio del CP rispetto al fallimento si riduce in presenza di una maggiore incidenza dei crediti garantiti (da presidi reali): siffatta evidenza induce a ritenere che i creditori tutelati dalla presenza delle garanzie preferiscano ridurre

---

<sup>22</sup> Le variabili di controllo prese dai dati di bilancio di Cerved sono calcolate come medie dei bilanci dei 5 anni precedenti l'apertura della procedura.

<sup>23</sup> La variabile *peso delle immobilizzazioni*, espressa dal rapporto tra immobilizzazioni e totale attivo, assume un segno positivo e significativo, mentre la variabile *opacità*, costituita dal rapporto tra immobilizzazioni immateriali e immobilizzazioni complessive, è stimata con un segno negativo e anch'esso significativo.

<sup>24</sup> In particolare, l'avvio di un CP è meno probabile per le imprese iscritte a sofferenza dal sistema bancario, che con tale iscrizione esprime una sua valutazione sull'insolvenza dell'azienda, circostanza che si associa più coerentemente con l'assoggettamento alla procedura fallimentare.

l'autonomia dell'impresa nell'attuazione del piano dei pagamenti<sup>25</sup>, affidandosi invece ai tribunali. La probabilità del CP cresce invece quando vi è un numero maggiore di banche finanziatrici e una minore concentrazione dell'esposizione.

## **5. Il concordato in bianco e la tempestiva emersione delle crisi**

Come già illustrato (cfr. par. 2 e tavv. 1-3), l'utilizzo del concordato si è fortemente ampliato a seguito dell'introduzione del concordato con riserva (D.L. 83/2012), cosiddetto "in bianco", che consente alle imprese di posticipare la presentazione del piano di risanamento senza incorrere nel frattempo in azioni esecutive da parte dei creditori. La sua introduzione trova giustificazione nell'obiettivo di permettere alle imprese in crisi di disporre di un periodo di tempo sufficiente per preparare il piano di risanamento senza incorrere in azioni esecutive, favorendo al contempo una più rapida emersione delle crisi aziendali e facilitandone così il superamento. Proprio l'ampia diffusione del concordato in bianco, e la relativa facilità di presentazione delle istanze già immediatamente dopo la sua introduzione, ha dato adito ai timori di un suo uso opportunistico, cioè che l'imprenditore potesse ricorrere al concordato in bianco senza l'intenzione o la concreta possibilità di presentare un piano di risanamento nei termini previsti, al solo fine di dilazionare il pagamento dei creditori.

Con il D.L. 69/2013 è stata pertanto introdotta la possibilità per i tribunali di nominare un commissario per monitorare la condotta del debitore nella fase precedente alla presentazione del piano. A seguito di questa correzione, si è ridotto significativamente il numero di istanze di concordato in bianco e, più in generale, quello dei piani di concordato preventivo presentati (cfr. Figura 1 e 7).

In base alle prime indicazioni disponibili, tuttavia, non vi è ancora evidenza di miglioramenti sostanziali nel funzionamento delle procedure: la quota di piani non presentati entro il termine massimo di 180 giorni è rimasta molto elevata, ma stabile, intorno al 77 per

---

<sup>25</sup> Del resto, il D.L. 35/2005 dispone che il piano possa derogare dal vincolo di una percentuale minima di pagamento in favore di quelli chirografari.

cento, come pure la quota di imprese fallite entro un anno dalla presentazione dell'istanza di concordato (intorno al 30 per cento).

Tuttavia, per valutare la fondatezza dei timori riguardo l'utilizzo del concordato in bianco, in quanto segue analizzeremo la sua capacità di favorire la tempestiva emersione delle crisi. A tal fine, andremo a confrontare le caratteristiche delle imprese che hanno presentato istanza di concordato prima e dopo l'introduzione del concordato in bianco (D.L. 83/2012), utilizzando tre indicatori.

I primi due indicatori mirano a cogliere la tempestiva emersione della crisi. Il primo misura il tempo trascorso tra il verificarsi delle prime difficoltà nei pagamenti (come risulta dalla presenza di crediti scaduti, ritardi, incagli nelle segnalazioni della Centrale dei rischi) e la data di presentazione della domanda di concordato. Il secondo indicatore è una *dummy* pari a uno se l'impresa era ancora attiva alla presentazione del piano di concordato, in quanto aveva presentato un bilancio con ricavi positivi nell'anno della domanda o nell'anno precedente.

Il terzo indicatore mira invece a identificare comportamenti opportunistici messi in atto da imprese già destinate all'uscita dal mercato, che utilizzano il concordato preventivo al solo scopo di dilazionare i pagamenti. Si tratta di una *dummy* pari a uno se l'impresa aveva già avviato una procedura per l'uscita volontaria dal mercato (ad esempio, scioglimento o liquidazione) alla data di richiesta del concordato preventivo.<sup>26</sup>

Nel proporre tali indicatori siamo consapevoli della difficoltà di misurare fenomeni quali la tempestiva emersione della crisi e l'uso opportunistico del concordato. Inoltre si può dibattere se gli indicatori proposti, essendo correlati a un più generico stato di difficoltà dell'impresa, possano in realtà rappresentare ognuno una *proxy* imperfetta sia della tempestiva emersione che dell'opportunismo. Ad ogni modo, ci pare che siano comunque indicatori della performance complessiva della procedura, all'interno del delicato *trade-off* tra tempestiva emersione e uso opportunistico e dilatorio.

---

<sup>26</sup> D'altro canto nel nostro ordinamento è previsto il concordato liquidatorio: alla luce di ciò, non sarebbe da considerarsi opportunistica l'azione di un imprenditore che propone un concordato liquidatorio avendo realizzato che non è nelle condizioni di pagare i creditori.

Il campione utilizzato nell'analisi è composto dalle imprese che hanno aperto un concordato preventivo nel 2011 e nel 2012. Prima di settembre 2012 l'unica opzione è il concordato preventivo tradizionale (con piano). Dopo settembre 2012 si considerano solamente le domande di concordato in bianco. Vengono eliminate le domande di concordato presentate in settembre in entrambi gli anni. Per tenere conto della presenza di stagionalità nelle caratteristiche delle imprese che presentano le domande di concordato preventivo,<sup>27</sup> si confrontano le differenze nei diversi indicatori per le imprese che hanno presentato istanza di concordato prima e dopo settembre 2012 con quelli aperti prima e dopo il settembre 2011.

I modelli stimati sono una variante del seguente:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta sett_i + \gamma a_{2012_t} + \delta \times (sett_i \times a_{2012_t}) + fe + \varphi' X_{i,t}^{CR} + \theta' X_{i,t}^{CERVED} + \epsilon_{i,t}$$

dove per un impresa  $i$  che ha presentato istanza di concordato nell'anno  $t$ ,  $sett_i$  è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha presentato istanza di concordato nei mesi di ottobre, novembre e dicembre (indipendentemente dall'anno), mentre  $a_{2012_t}$  è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha presentato istanza di concordato nel 2012 (indipendentemente dal mese di apertura). Il termine  $(sett_i \times a_{2012_t})$  è l'interazione tra le due variabili *dummy*: il coefficiente  $d$  quindi cattura le differenze nell'indicatore  $y_{i,t}$  tra imprese che hanno aperto un concordato (in bianco) nei mesi successivi a settembre del 2012 e quelle che lo hanno aperto nei mesi precedenti, rispetto alla stessa differenza calcolata per il 2011. La differenza calcolata per il 2011, quando a settembre non vi è stata alcuna riforma, cattura pertanto gli effetti della stagionalità.

I risultati sono riportati nelle tavole 6-8. In tutte le colonne si controlla per l'interazione tra il tasso di crescita del PIL ritardato e le *dummy* regione e macrosettore. Nella colonna (2) si controlla anche per alcune variabili prese dalla Centrale dei rischi relative alla situazione debitoria dell'impresa nei 12 mesi precedenti l'istanza di concordato e nella colonna (3) per

---

<sup>27</sup> Stime *cross section* per il 2011 e per il 2012 (non riportate), mostrano che l'intervallo di tempo tra le prime difficoltà nei pagamenti e l'emersione formale tramite il concordato è maggiore per i concordati aperti dopo settembre. Tuttavia questo avviene sia nel 2012, quando a settembre vi è una discontinuità dovuta all'introduzione del concordato in bianco, sia nel 2011, quando a settembre non si verifica alcun cambio nella normativa.

alcune variabili costruite dai dati di bilancio di Cerved. Nella colonna (4), infine, si controlla sia per variabili della Centrale dei rischi che per quelle Cerved.

Le diverse tavole si differenziano sia per la variabile dipendente, sia per il metodo di stima. In Tavola 6 la variabile dipendente è il tempo, in mesi, trascorso dalla prima evidenza di problemi nei pagamenti (ritardi, incagli, scaduti, ristrutturati o sofferenze) e l'apertura di un concordato preventivo. Il metodo di stima è Tobit.<sup>28</sup> Nella tavola 7 la variabile dipendente è una variabile *dummy* pari a 1 se l'impresa era attiva (aveva presentato un bilancio con ricavi positivi in almeno uno dei due anni precedenti) al momento di presentare un'istanza di concordato preventivo. Nella tavola 8 variabile dipendente è una variabile pari a 1 se l'impresa aveva già avviato altre procedure al momento di presentato istanza di concordato preventivo. In tutti i casi il metodo di stima è il *probit*.<sup>29</sup> Si utilizzano i valori correnti e ritardati del tasso di crescita del PIL, interagito anche con le *dummy* regionali e per macrosettore di attività economica.

I risultati delle stime sono i seguenti. A seguito dell'introduzione del concordato in bianco, si verifica una riduzione, sebbene non statisticamente significativa, del tempo trascorso tra le prime difficoltà di pagamento e la presentazione della domanda di concordato (tavola 6). Troviamo, pertanto, solo una debole evidenza che dopo l'introduzione del concordato in bianco vi sia una più precoce emersione della crisi; possiamo però certamente escludere che vi sia stato un maggior ritardo nell'emersione della crisi.

Nella tavola 7 si mostra come le imprese che hanno presentato domanda di concordato in bianco abbiano una maggiore probabilità di essere attive al momento di presentare istanza di concordato, rispetto a quelle che presentavano una domanda di concordato prima della riforma: in tutte le specificazioni la variabile  $(sett_i \times a_{2012_t})$  ha segno negativo e in alcune specificazioni il segno è significativamente diverso da zero. Come discusso in precedenza,

---

<sup>28</sup> Le stime sono ottenute con una metodologia Tobit per tenere conto del *censoring* dei dati: oltre a non osservare durate negative, i dati della Centrale dei rischi non consentono di osservare i ritardi nei pagamenti prima del 2005.

<sup>29</sup> Stime ottenute con metodi alternativi (*linear probability model* e *logit*), producono risultati qualitativamente simili.

anche questi risultati possono essere interpretati come un'evidenza che in seguito al concordato in bianco vi sia stata una più tempestiva emersione della crisi.

Le stime presentate nella tavola 8 indicano che dopo l'introduzione del concordato in bianco aumenta la probabilità che vi facciano ricorso imprese senza precedenti procedure finalizzate all'uscita dal mercato. Tuttavia questi risultati non sono robusti: a seconda dei controlli utilizzati, i valori stimati dal parametro di interesse oscillano, anche se non risultano mai significativamente negativi. L'analisi, ad ogni modo, sembra escludere una maggiore incidenza<sup>30</sup> di comportamenti opportunistici a seguito del concordato in bianco.

Prese nel complesso, le stime riportate nelle tavole 6-8 indicano che le caratteristiche delle imprese che hanno fatto ricorso al concordato in bianco dopo la sua introduzione non sono significativamente diverse da quelle che prima utilizzavano il concordato preventivo.<sup>31</sup> Vi sono invece alcune (seppure deboli) indicazioni di una più tempestiva emersione della crisi.

Ulteriori indicazioni sul concordato in bianco possono venire dall'analisi delle relazioni di credito tra banche e imprese. Nella misura in cui il concordato in bianco abbia accresciuto la possibilità per le imprese in difficoltà di adottare comportamenti opportunistici, se ne dovrebbe trovare evidenza nelle condizioni applicate, *ceteris paribus*, dalle banche alle imprese rischiose ma ancora *in bonis*. Seguendo la metodologia sviluppata in Rodano *et. al.* (2016), confrontiamo il tasso di interesse per le imprese più rischiose (con uno Score di Cerved maggiore di 4) con quello delle imprese meno rischiose (Score di Cerved minore di 5), prima e dopo l'introduzione del concordato in bianco. Si evidenzia come in effetti vi sia

---

<sup>30</sup> Il risultato si riferisce all'incidenza dei comportamenti opportunistici all'interno delle procedure di concordato. Quanto al loro numero, poiché per effetto dell'introduzione del CP in bianco il ricorso all'istituto concordatario si è allargato, è da ritenere che anche il numero di casi motivati da intenti opportunistici sia aumentato.

<sup>31</sup> Questi risultati sono confermati in un esercizio di robustezza in cui, sempre utilizzando un *probit*, è stata utilizzata una semplice relazione di tipo pre-post, che confronta le caratteristiche delle imprese che hanno aperto un concordato tradizionale (tra ottobre 2011 e marzo 2012) con quelle delle imprese che hanno presentato un'istanza di concordato in bianco (tra ottobre 2012 e marzo 2013). In particolare le stime confermano che dopo l'introduzione del concordato in bianco aumenta, in maniera statisticamente significativa, la probabilità che vi facciano ricorso imprese senza precedenti procedure finalizzate all'uscita dal mercato, mentre non vi sono differenze significative nel tempo trascorso tra le prime difficoltà di pagamento e la presentazione della domanda di concordato, e nella probabilità che l'istanza di concordato sia presentata da un'impresa ancora attiva.

una variazione positiva nei tassi praticati alle aziende rischiose rispetto a quelli applicati agli operatori non rischiosi; la differenza, sebbene sia statisticamente significativa, è però economicamente di scarso peso (appena lo 0,06 per cento; Tavola 9).

## **6. Riflessioni conclusive**

La disciplina delle crisi d'impresa è stata riformata più volte prima e durante la fase di crisi economica avviata nel 2008, anche per favorire il ricorso a soluzioni concordate tra creditori e debitori e agevolare la ristrutturazione di imprese in temporanea difficoltà. Alcune delle riforme del concordato preventivo che si sono susseguite dal 2005 in poi (la più recente delle quali intervenuta nel 2015, con il Decreto Legge 83) non possono ancora essere oggetto di valutazione, perché non è ancora maturato un congruo lasso di tempo di loro vigenza per poterne stimare gli effetti. Inoltre, l'indisponibilità di dati di fonte giudiziaria sul contenuto dei piani di concordato e sugli esiti impedisce di esaminare alcuni importanti aspetti del funzionamento dell'istituto, quali la percentuale di recupero per le varie tipologie di creditori ottenuta con i concordati liquidatori o le caratteristiche dei piani di ristrutturazione che si concludono con successo.

Per la gran parte degli interventi, la disponibilità dei dati consente una prima valutazione degli effetti.

L'analisi condotta mostra come, nel complesso, gli interventi operati tra il 2005 e il 2013 abbiano accresciuto il ricorso al concordato preventivo. Tale risultato è confermato anche quando si tenga conto degli effetti della crisi economica deflagrata nel 2008, che comunque ha teso ad aumentare l'incidenza dei casi di crisi aziendale. L'impulso più forte in tale senso è stato recato dall'introduzione, nel 2012, del cosiddetto concordato in bianco, che permette di bloccare le azioni esecutive dei creditori senza la presentazione contestuale del piano di risanamento.

Con specifico riferimento all'introduzione di questo istituto, dalle nostre analisi non emergono evidenze di una maggiore incidenza dei casi di utilizzo con mera finalità di dilazione dei pagamenti, mentre vi è evidenza di una più tempestiva emersione della situazione di crisi aziendale. Le diffuse percezioni che esso possa aver accresciuto le *chances*

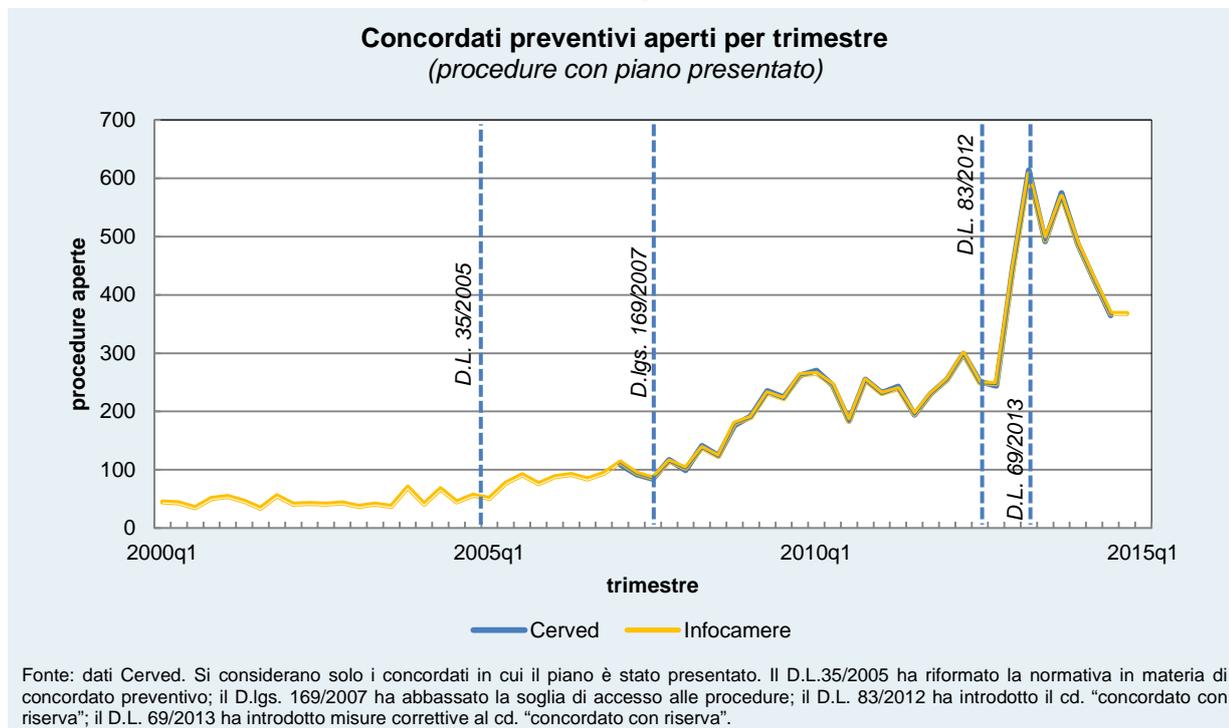
di comportamenti opportunistici sono però confermate dall'innalzamento che la sua introduzione ha *ceteris paribus* causato nei tassi bancari praticati alla generalità delle imprese rischiose ma ancora in bonis; l'effetto stimato, peraltro, pur essendo statisticamente significativo, è piuttosto limitato (6 punti base).

Confrontando i dati dei concordati avviati prima della riforma del 2005 e quelli avviati dopo, e tenendo opportunamente conto dell'evoluzione del contesto macroeconomico complessivo (molto più sfavorevole per il periodo successivo al 2008 rispetto al periodo precedente), la riforma sembrerebbe anche aver aumentato lievemente il tasso di sopravvivenza delle imprese che ricorrono al CP.

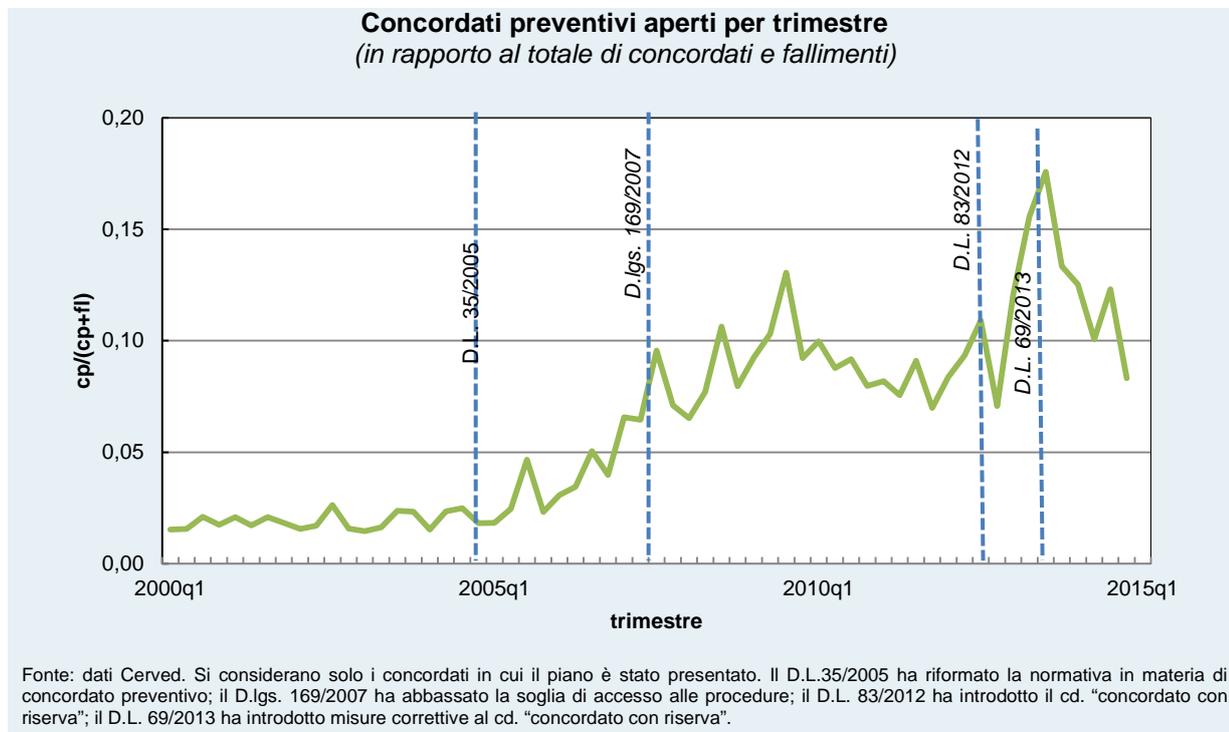
Ciò nonostante, il concordato rimane ancora prevalentemente usato con finalità liquidatorie. Sebbene tale uso non sia peculiare solo dell'Italia, l'Italia senz'altro si caratterizza per una bassa incidenza dei casi di sopravvivenza aziendale delle imprese che entrano in CP. Tra quelle che hanno aperto un concordato nel biennio 2006-07 (dopo l'avvio del processo di riforma), solo il 4,4 per cento erano ancora attive a 6 anni di distanza. L'uso di uno strumento negoziale a fini di liquidazione dell'impresa, in alternativa al fallimento, che vede un maggior ruolo degli organi giudiziari, risulta correlato, oltre che con caratteristiche strutturali dell'impresa (un maggior peso delle immobilizzazioni materiali) e delle relazioni creditizie (un minore peso dei crediti dotati di garanzie reali), anche con la durata temporale delle procedure fallimentari ordinarie nel tribunale di riferimento.

## FIGURE E TAVOLE

**Figura 1**

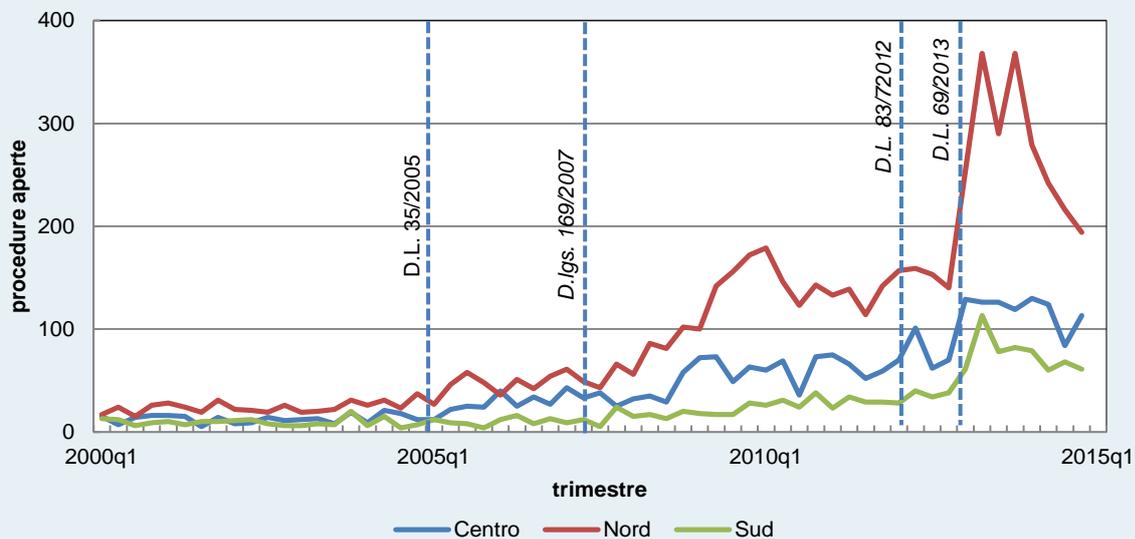


**Figura 2**



**Figura 3**

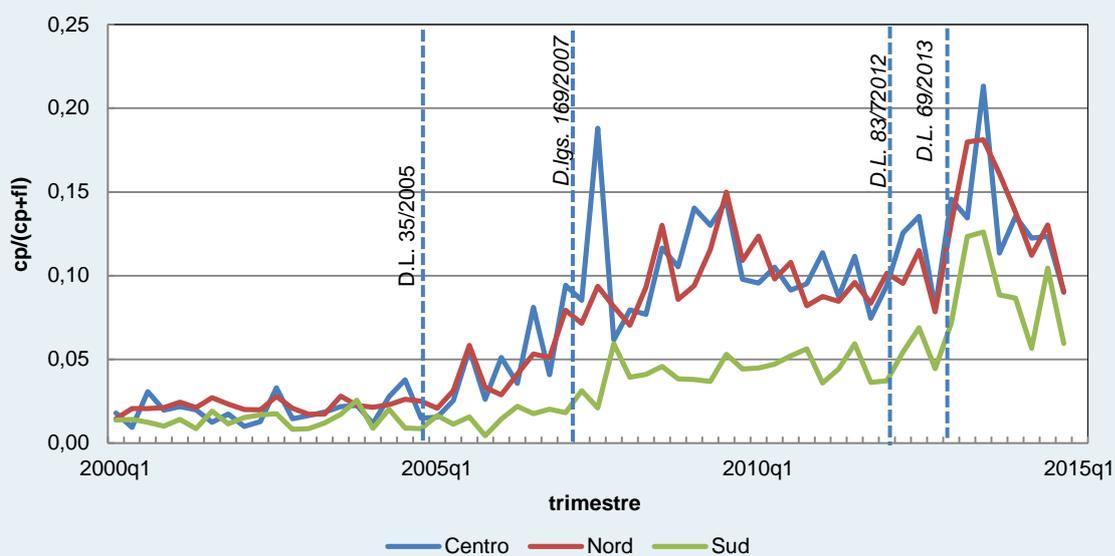
**Concordati preventivi aperti per trimestre  
(aree geografiche)**



Fonte: dati Cerved. Si considerano solo i concordati in cui il piano è stato presentato. Medie mobili con finestra di 5 trimestri. Il D.L.35/2005 ha riformato la normativa in materia di concordato preventivo; il D.lgs. 169/2007 ha abbassato la soglia di accesso alle procedure; il D.L. 83/2012 ha introdotto il cd. "concordato con riserva"; il D.L. 69/2013 ha introdotto misure correttive al cd. "concordato con riserva".

**Figura 4**

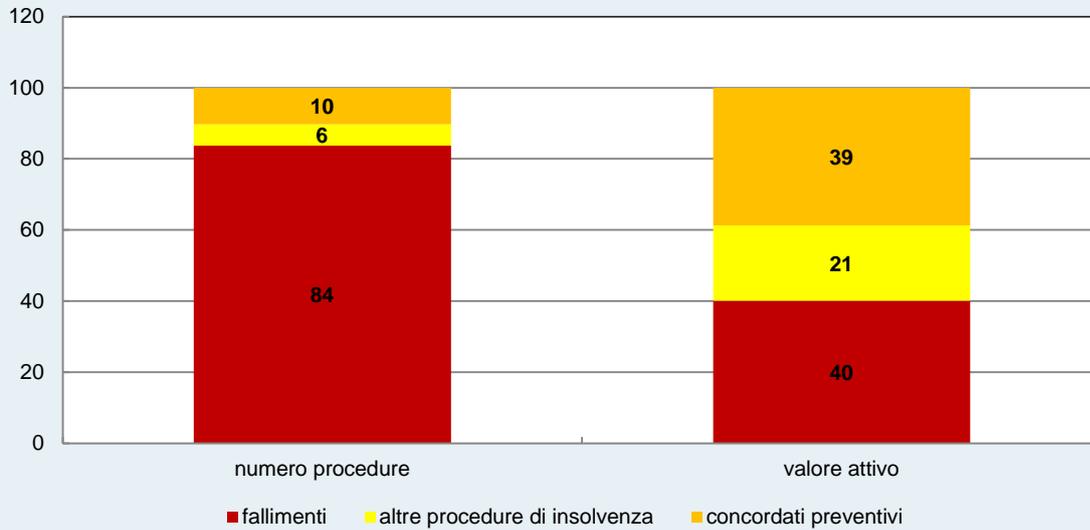
**Concordati preventivi aperti per aree geografiche  
(in rapporto al totale di concordati e fallimenti)**



Fonte: dati Cerved. Si considerano solo i concordati in cui il piano è stato presentato. Medie mobili con finestra di 5 trimestri. Il D.L.35/2005 ha riformato la normativa in materia di concordato preventivo; il D.lgs. 169/2007 ha abbassato la soglia di accesso alle procedure; il D.L. 83/2012 ha introdotto il cd. "concordato con riserva"; il D.L. 69/2013 ha introdotto misure correttive al cd. "concordato con riserva".

**Figura 5**

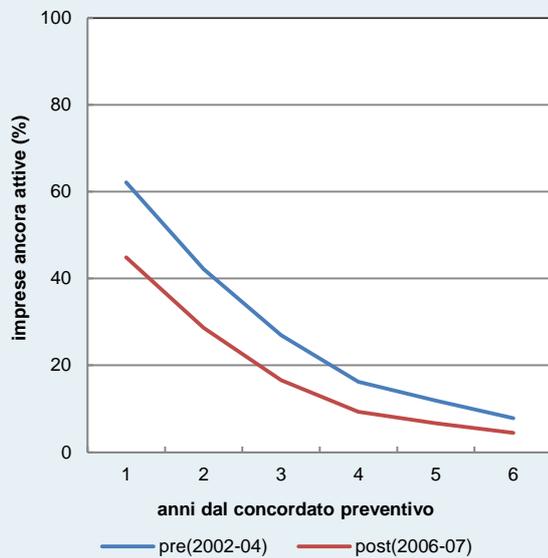
**Peso percentuale di fallimenti, concordati preventivi e altre procedure sul numero di procedure e sul valore dell'attivo (2012-14)**



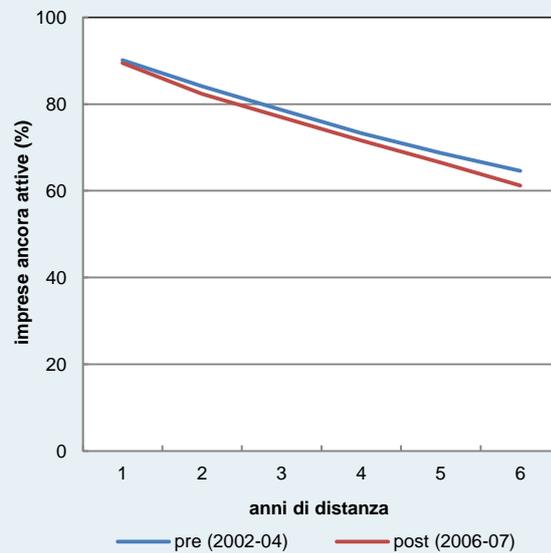
Fonte: dati Cerved.

**Figura 6**

**a) Imprese ancora attive dopo un concordato preventivo (quota percentuale)**



**b) Imprese attive (quota percentuale)**



Fonte: dati Cerved.

**Figura 7**

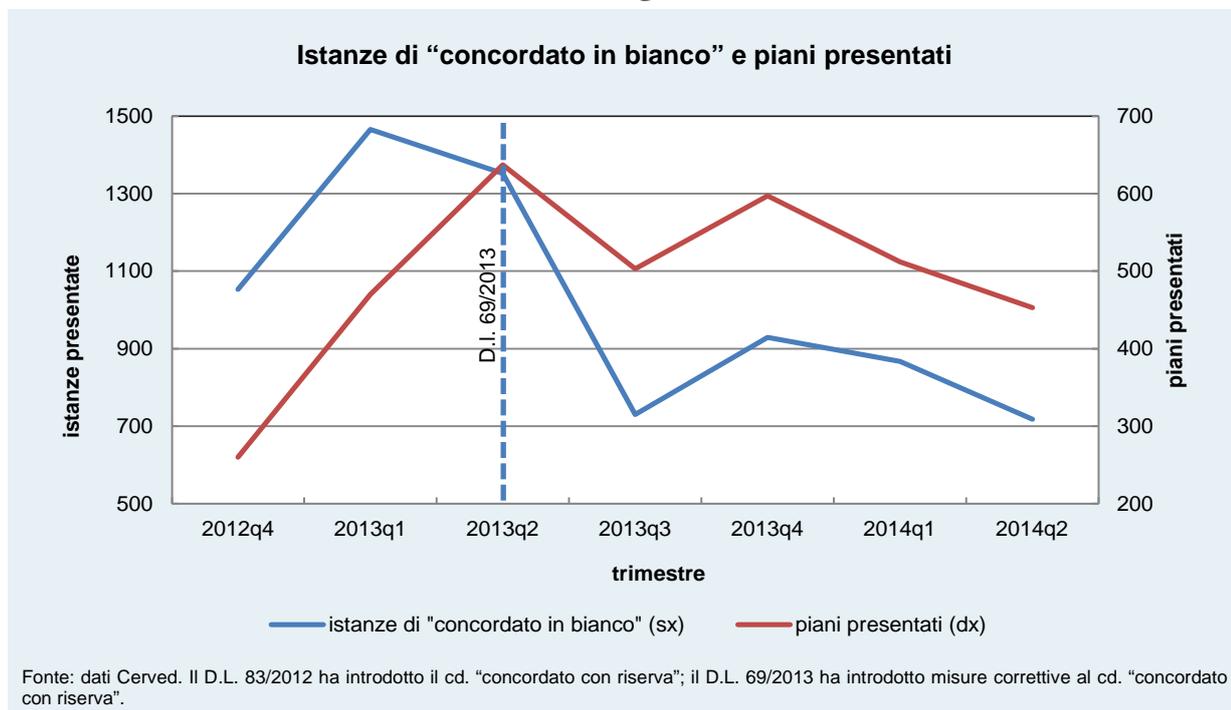


Tavola 1

## Numero e quota di concordati con piano presentato (per trimestre)

	(1) NUMERO	(2) QUOTA
D.L. 35/2005	43,391** (16,337)	0,029*** (0,006)
D.lgs. 169/2007	100,290*** (18,774)	0,033*** (0,007)
D.L. 83/2012	282,305*** (27,231)	0,057*** (0,010)
D.L. 69/2013	-58,358* (31,572)	-0,032*** (0,011)
Costante	61,745*** (10,950)	0,024*** (0,004)
N	60	60

Fonte: dati Infocamere, Cerved e Istat. Nella colonna (1) la variabile dipendente è il numero di concordati preventivi per cui è stato presentato un piano in un dato trimestre. Nella colonna (2) la variabile dipendente è la quota di piani di concordato preventivo sul totale dei fallimenti e dei piani di concordati preventivo per trimestre. Tutte le regressioni controllano per il tasso di crescita del PIL corrente e ritardato fino a quattro periodi. \* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

Tavola 2

## Numero di concordati con piano presentato (aree geografiche)

	(1) BASE	(2) SUD	(3) CENTRO	(4) NORD
D.L. 35/2005	14,464* (7,404)	0,195 (3,128)	18,584*** (4,941)	24,613** (10,833)
D.lgs. 169/2007	33,439*** (8,509)	15,792*** (3,594)	22,183*** (5,677)	62,343*** (12,449)
D.L. 83/2012	94,030*** (12,342)	57,136*** (5,213)	65,295*** (8,235)	159,658*** (18,057)
D.L. 69/2013	-19,095 (14,309)	-14,163** (6,044)	-10,763 (9,548)	-32,360 (20,935)
Sud	-74,250*** (6,091)			
Centro	-52,267*** (6,091)			
Costante	62,737*** (6,083)	9,931*** (2,096)	15,960*** (3,312)	35,802*** (7,261)
N	180	60	60	60

Fonte: dati Infocamere, Cerved e Istat. In tutte le colonne la variabile dipendente è il numero di concordati preventivi per cui è stato presentato un piano in un dato trimestre e in una certa macroregione. Nella colonna (1) sono state aggiunte delle variabili *dummy* che controllano per la macroregione in cui l'impresa aveva la sede legale al momento dell'apertura del concordato preventivo. La categoria omessa è Nord. Nelle colonne (2)-(4) la relazione tra il numero dei concordati preventivi con piano presentato e le diverse riforme è stimata per i sotto-campioni corrispondenti alle tre macroregioni. Tutte le regressioni controllano per il tasso di crescita del PIL corrente e ritardato fino a quattro periodi. \* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

Tavola 3

**Quota di concordati con piano presentato sul totale di concordati e fallimenti  
(aree geografiche)**

	(1) QUOTA	(2) SUD	(3) CENTRO	(4) NORD
D.L. 35/2005	0,028*** (0,005)	0,004 (0,004)	0,049*** (0,010)	0,032*** (0,006)
D.lgs. 169/2007	0,030*** (0,005)	0,028*** (0,005)	0,026** (0,012)	0,036*** (0,007)
D.L. 83/2012	0,058*** (0,008)	0,060*** (0,007)	0,057*** (0,017)	0,058*** (0,011)
D.L. 69/2013	-0,034*** (0,009)	-0,028*** (0,008)	-0,042** (0,020)	-0,031** (0,012)
Sud	-0,034*** (0,004)			
Centro	0,002 (0,004)			
Costante	0,033*** (0,004)	0,014*** (0,003)	0,024*** (0,007)	0,028*** (0,004)
N	180	60	60	60

Fonte: dati Infocamere, Cerved e Istat. In tutte le colonne la variabile dipendente la quota di piani di concordato preventivo sul totale dei fallimenti e dei piani di concordati preventivo per trimestre. Nella colonna (1) sono state aggiunte delle variabili *dummy* che controllano per la macroarea in cui l'impresa aveva la sede legale al momento dell'apertura del concordato preventivo o del fallimento. La categoria omessa è Nord. Nelle colonne (2)-(4) la relazione tra la piani di concordato preventivo sul totale dei fallimenti e le diverse riforme è stimata per i sottocampioni corrispondenti alle tre macro-aree. Tutte le regressioni controllano per il tasso di crescita del PIL corrente e ritardato fino a quattro periodi. \* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

Tavola 4

## Continuità delle imprese a sei anni di distanza dal concordato preventivo

	(1) INCLUDE FALLITE	(2) ESCLUSE FALLITE	(3) CAMPIONE COMPLETO
Post	-0,083*** (0,001)	-0,082*** (0,001)	-0,0752*** (0,001)
Cp	-0,488*** (0,031)	-0,493*** (0,030)	-0,461*** (0,0126)
Cp * Post	0,093*** (0,034)	0,093*** (0,034)	0,035** (0,017)
N	995498	992812	3651364

Fonte: dati Cerved. Il campione utilizzato nell'analisi nelle colonne (1) e (2) è composto dalle imprese che hanno presentato un bilancio nel 2002 e nel 2007. Per ciascuna data separatamente, mediante *propensity score matching*, è stato identificato un campione di imprese simili alle imprese che hanno aperto un concordato in ciascuno dei due anni. Le variabili utilizzate per il *matching* sono totale: totale attivo (log), immobilizzazioni lorde su totale attivo, immobilizzazioni immateriali su immobilizzazioni lorde, *leverage*, ROA, tasso di crescita del margine operativo lordo, settore di produzione ATECO a due cifre (*dummy*), forma societaria (*dummy*), CEBI-score (*dummy*) e regione della sede legale (*dummy*). I campioni così ottenuti sono stati *pooled* in un unico campione per stimare come cambia la probabilità che un'impresa sia ancora attiva sei anni dopo l'apertura di un concordato preventivo, rispetto ad imprese simili. Quindi per il 2002, prima della riforma del concordato preventivo, ci sono imprese che hanno aperto un concordato preventivo nel 2002 (Cp = 1; Post = 0) e imprese che nel 2002, secondo il *propensity score*, sono ad esse simili ma non hanno aperto un concordato preventivo (Cp = 0; Post=0). Per il 2007 ci sono imprese che hanno aperto un concordato preventivo nel 2007 (Cp = 1; Post =1) e imprese ad esse simili che non hanno aperto un concordato preventivo (Cp = 0; Post =1). In entrambe le colonne la variabile dipendente è una *dummy* pari a 1 se l'impresa è ancora attiva a sei anni di distanza (quindi è attiva nel 2008 per le imprese con Post = 0 e nel 2013 per le imprese con Post=1). Un'impresa è considerata attiva in un dato anno se ha presentato un bilancio con ricavi positivi nell'anno corrente o nell'anno precedente. La differenza tra la colonna (1) e la colonna (2) sta se includiamo o meno le imprese che avevano già dichiarato fallimento (1) o meno (2) tra le imprese considerate per il *propensity score matching*. La variabile Cp\*Post è l'interazione tra la variabile post e la variabile Cp e cattura l'effetto differenziale dell'apertura di un concordato preventivo dopo la riforma sulla probabilità di sopravvivenza, rispetto alla probabilità di sopravvivenza di imprese simili attive negli stessi anni. In colonna (3) è stata ripetuta l'analisi della colonna (1) considerando: *i*) come gruppo di controllo quello composto da tutte le imprese attive in un dato anno, escluse le imprese che hanno aperto un fallimento nell'anno di riferimento; *ii*) utilizzando tutti gli anni tra il 2002 e il 2007, utilizzando come ultimo anno antecedente la riforma il 2005. \* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

Tavola 5

## Concordato preventivo o fallimento in funzione dell'efficienza dei tribunali (PROBIT)

	(1) BASE	(2) CERVED	(3) CR	(4) ENTRAMBE	(5) CLUSTER
Durata	0,004*** (0,001)	0,044*** (0,006)	0,052*** (0,006)	0,050*** (0,007)	0,049*** (0,015)
Workload	-0,008*** (0,001)	-0,070*** (0,009)	-0,075*** (0,009)	-0,071*** (0,010)	-0,074*** (0,018)
Peso immobilizzazioni		0,263*** (0,044)		0,377*** (0,052)	0,384*** (0,056)
Opacità		-0,261*** (0,034)		-0,367*** (0,042)	-0,365*** (0,041)
Current ratio (reciproco)		0,013*** (0,002)		0,013*** (0,003)	0,013*** (0,003)
Grado patrimonializzaz.		-0,001*** (0,000)		-0,001*** (0,000)	-0,001*** (0,000)
MOL/attivo		-0,709*** (0,031)		-0,761*** (0,042)	-0,761*** (0,054)
ROE		0,002 (0,003)		0,004 (0,004)	0,004 (0,004)
Totale attivo (log)		0,525*** (0,011)		0,332*** (0,019)	0,333*** (0,019)
Ricavi netti (log)		0,047*** (0,009)		-0,120*** (0,012)	-0,120*** (0,013)
Totale attivo (tasso crescita)		-0,076*** (0,023)		-0,084*** (0,026)	-0,083*** (0,028)
MOL (tasso di crescita)		-0,001 (0,002)		-0,001 (0,002)	-0,000 (0,002)
Immobil. (tasso di crescita)		-0,001 (0,002)		0,003 (0,003)	0,003 (0,002)
Debiti (tasso di crescita)		0,045** (0,019)		0,030 (0,020)	0,030 (0,020)
Ricavi netti (tasso crescita)		-0,009** (0,004)		-0,010** (0,005)	-0,010** (0,005)
Sofferenze			-0,504*** (0,021)	-0,543*** (0,023)	-0,543*** (0,035)
Esposizione totale (tasso di crescita)			0,000** (0,000)	0,000** (0,000)	0,000** (0,000)
Quota esposizione garantita			0,016 (0,033)	-0,212*** (0,042)	-0,211*** (0,041)
Quota esposizione a breve			0,233*** (0,037)	0,189*** (0,044)	0,189*** (0,046)
Concentrazione esposizione			-0,031 (0,094)	-0,100 (0,108)	-0,101 (0,103)
Quota esposizione in sofferenza			-0,860*** (0,036)	-1,050*** (0,048)	-1,048*** (0,048)
Numero banche (log)			0,160*** (0,025)	0,206*** (0,031)	0,210*** (0,030)
Esposizione totale (log)			0,429*** (0,011)	0,257*** (0,018)	0,255*** (0,017)
Costante	0,195*** (0,021)	-5,941*** (0,188)	-6,138*** (0,232)	-5,804*** (0,291)	-5,755*** (0,308)
N	79764	47096	49125	35328	35199

Fonte: dati Cerved, Centrale dei rischi e Istat. Il campione utilizzato nell'analisi è composto dalle imprese che hanno aperto un concordato preventivo o un fallimento tra il 2007 e il 2014. In tutte le colonne la variabile dipendente è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato preventivo e pari a 0 se invece ha aperto un fallimento nel dato anno. Durata è la durata media delle cause di fallimento chiuse nei tre anni precedenti nel circondario di tribunale in cui l'impresa aveva la sede legale. *Workload* è il numero totale di cause di fallimento chiuse nei tre anni precedenti nel circondario di tribunale in cui l'impresa aveva la sede legale. In tutte le colonne il modello è stato stimato con un modello *probit*. Il modello in colonna 1 controlla soltanto per settore produttivo, regione di appartenenza e forma giuridica dell'impresa, mediante variabili *dummy*. Questi controlli sono mantenuti in tutte le specificazioni. In colonna 1 si controlla anche per una *dummy* pari a 1 se l'impresa compare negli archivi Cerved e una pari a 1 se l'impresa compare negli archivi della Centrale dei rischi. In colonna 2 sono aggiunti dei controlli dai dati di bilancio di Cerved, (calcolati come medie dei bilanci dei 5 anni precedenti l'apertura della procedura). Le stime delle variabili *dummy* per lo Score non sono riportate. In colonna 3 sono stati aggiunti alla specificazione base alcuni controlli presi dalla Centrale dei rischi (valori medi calcolati nell'anno precedente l'apertura della procedura). Nella colonna 4 sono utilizzati sia i controlli di fonte Cerved che quelli di fonte Centrale dei rischi. Nell'ultima colonna, la stima della colonna (4) è stata ripetuta *clusterizzando* gli *standard errors* al livello del tribunale competente.

\* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

Tavola 6

## Tempo trascorso tra i primi problemi nei pagamenti e l'apertura concordato (TOBIT)

	(1) BASE	(2) CR	(3) CERVED	(4) ENTRAMBE
Dopo settembre	10,127** (4,460)	11,500*** (4,164)	11,363** (4,522)	12,763*** (4,433)
Anno 2012	18,671** (9,087)	20,055** (8,495)	18,906** (9,121)	19,720** (8,919)
(Dopo settembre) * (Anno 2012)	-1,512 (4,266)	-3,302 (3,989)	-1,028 (4,351)	-1,626 (4,259)
Esposizione totale (log)		4,902*** (0,921)		4,356*** (1,592)
Numero banche (log)		5,155* (2,671)		8,604*** (3,020)
Quota esposizione garantita		21,180*** (3,569)		9,256** (4,385)
Concentrazione esposizione		-14,304 (9,162)		-9,781 (10,045)
Totale attivo (log)			14,131*** (1,043)	7,201*** (1,693)
Ricavi netti (log)			-5,506*** (0,858)	-6,624*** (1,027)
Ricavi netti (tasso di crescita)			-0,033 (0,044)	-0,036 (0,042)
N	2210	2197	1877	1870

Fonte: dati Cerved e Centrale dei rischi. Il campione utilizzato nell'analisi è composto dalle imprese che hanno aperto un concordato preventivo nel 2011 e nel 2012. Prima di settembre 2012 l'unica opzione è il concordato preventivo tradizionale (con piano). Dopo settembre 2012 si considerano solamente i concordati "in bianco". Vengono eliminati i concordati aperti in settembre in entrambi gli anni. In tutte le colonne la variabile dipendente è il tempo, in mesi, trascorso dalla prima evidenza di problemi nei pagamenti (ritardi, incagli, scaduti, ristrutturati o sofferenze) e l'apertura di un concordato preventivo. Dopo settembre è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato nei mesi di ottobre, novembre e dicembre (indipendentemente dall'anno). Anno 2012 è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato nel 2012 (indipendentemente dal mese di apertura). (Dopo settembre) \* (Anno 2012) è l'interazione tra le due. Tutte le colonne sono stimate utilizzando il metodo tobit. In tutte le colonne si controlla per macrosettore produttivo, e per la regione di appartenenza. In tutti i modelli si controlla per l'interazione tra il tasso di crescita del PIL ritardato e le *dummy* regione e le *dummy* macrosettore. Nella colonna (2) si controlla anche per alcune variabili prese dalla Centrale dei rischi (valori medi calcolati nell'anno precedente l'apertura della procedura). Nella colonna (3) si controlla per alcune variabili prese dai dati di bilancio di Cerved (valori medi calcolati in base ai valori medi dei bilanci dei 5 anni precedenti l'apertura della procedura). Nella colonna (4) si controlla sia per variabili della Centrale dei rischi e per quelle prese dai dati di bilancio di Cerved.

\* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

Tavola 7

## Impresa non attiva al momento di aprire un concordato preventivo (PROBIT)

	(1) BASE	(2) CR	(3) CERVED	(4) ENTRAMBE
Dopo settembre	-0,108 (0,169)	0,368 (0,298)	0,411 (0,286)	0,541* (0,317)
Anno 2012	0,783** (0,323)	1,023*** (0,378)	1,103*** (0,364)	1,282*** (0,399)
(Dopo settembre) * (Anno 2012)	-0,237 (0,163)	-1,041*** (0,332)	-1,283*** (0,323)	-1,490*** (0,355)
Esposizione totale (log)		-0,006 (0,041)		-0,131* (0,068)
Numero banche (log)		-0,128 (0,115)		-0,081 (0,135)
Quota esposizione garantita		0,210 (0,158)		0,498** (0,197)
Concentrazione esposizione		0,358 (0,414)		0,232 (0,454)
Totale attivo (log)			-0,085** (0,040)	0,010 (0,072)
Ricavi netti (log)			0,086** (0,034)	0,162*** (0,045)
Ricavi netti (tasso di crescita)			0,002 (0,001)	-0,001 (0,003)
Costante	0,201 (0,773)	1,797 (51,784)	-0,611 (250,112)	-0,098 (253,521)
N	2352	1947	2227	1870

Fonte: dati Cerved e Centrale dei rischi. Il campione utilizzato nell'analisi è composto dalle imprese che hanno aperto un concordato preventivo nel 2011 e nel 2012. Prima di settembre 2012 l'unica opzione è il concordato preventivo tradizionale (con piano). Dopo settembre 2012 si considerano solamente i concordati "in bianco". Vengono eliminati i concordati aperti in settembre in entrambi gli anni. In tutte le colonne la variabile dipendente è una *dummy* pari a 1 se l'impresa era attiva (aveva presentato un bilancio con ricavi positivi in almeno uno dei due anni precedenti) al momento di aprire il concordato preventivo. Dopo settembre è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato nei mesi di ottobre, novembre e dicembre (indipendentemente dall'anno). Anno 2012 è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato nel 2012 (indipendentemente dal mese di apertura). (Dopo settembre) \* (Anno 2012) è l'interazione tra le due. Tutte le colonne sono stimate utilizzando un modello *probit*. In tutte le colonne si controlla per macrosettore produttivo, e per la regione di appartenenza. In tutti i modelli si controlla per l'interazione tra il tasso di crescita del PIL ritardato e le *dummy* regione e le *dummy* macrosettore. Nella colonna (2) si controlla anche per alcune variabili prese dalla Centrale dei rischi (valori medi calcolati nell'anno precedente l'apertura della procedura). Nella colonna (3) si controlla per alcune variabili prese dai dati di bilancio di Cerved (valori medi calcolati in base ai valori medi dei bilanci dei 5 anni precedenti l'apertura della procedura). Nella colonna (4) si controlla sia per variabili della Centrale dei rischi e per quelle prese dai dati di bilancio di Cerved.

\* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

Tavola 8

**Impresa con altre procedure a carico al momento di aprire il concordato preventivo  
(PROBIT)**

	(1) BASE	(2) CR	(3) CERVED	(4) ENTRAMBE
Dopo settembre	-0,041 (0,130)	-0,281 (0,234)	-0,253 (0,236)	-0,299 (0,255)
Anno 2012	-0,188 (0,265)	-0,642** (0,310)	-0,585* (0,315)	-0,736** (0,337)
(Dopo settembre) * (Anno 2012)	-0,591*** (0,125)	-0,347 (0,265)	-0,359 (0,268)	-0,296 (0,289)
Esposizione totale (log)		-0,057* (0,031)		0,064 (0,055)
Numero banche (log)		0,086 (0,092)		0,077 (0,108)
Quota esposizione garantita		-0,067 (0,123)		-0,131 (0,156)
Concentrazione esposizione		-0,063 (0,313)		-0,286 (0,350)
Totale attivo (log)			-0,000 (0,031)	-0,074 (0,059)
Ricavi netti (log)			-0,054** (0,026)	-0,102*** (0,035)
Ricavi netti (tasso di crescita)			-0,020*** (0,007)	-0,082** (0,034)
Costante	-0,114 (0,332)	0,762 (0,610)	0,836 (626,713)	1,048 (697,377)
N	2646	2197	2227	1870

Fonte: dati Cerved e Centrale dei rischi. Il campione utilizzato nell'analisi è composto dalle imprese che hanno aperto un concordato preventivo nel 2011 e nel 2012. Prima di settembre 2012 l'unica opzione è il concordato preventivo tradizionale (con piano). Dopo settembre 2012 si considerano solamente i concordati "in bianco". Vengono eliminati i concordati aperti in settembre in entrambi gli anni. In tutte le colonne la variabile dipendente è una *dummy* pari a 1 se l'impresa aveva già avviato altre procedure (fallimento, scioglimento o liquidazione) al momento di aprire il concordato preventivo. Dopo settembre è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato nei mesi di ottobre, novembre e dicembre (indipendentemente dall'anno). Anno 2012 è una *dummy* pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato nel 2012 (indipendentemente dal mese di apertura). (Dopo settembre) \* (Anno 2012) è l'interazione tra le due. Tutte le colonne sono stimate utilizzando un modello *probit*. In tutte le colonne si controlla per macrosettore produttivo, e per la regione di appartenenza. In tutti i modelli si controlla per l'interazione tra il tasso di crescita del PIL ritardato e le *dummy* regione e le *dummy* macrosettore. Nella colonna (2) si controlla anche per alcune variabili prese dalla Centrale dei rischi (valori medi calcolati nell'anno precedente l'apertura della procedura). Nella colonna (3) si controlla per alcune variabili prese dai dati di bilancio di Cerved (valori medi calcolati in base ai valori medi dei bilanci dei 5 anni precedenti l'apertura della procedura). Nella colonna (4) si controlla sia per variabili della Centrale dei rischi e per quelle prese dai dati di bilancio di Cerved.

\* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

## Concordato “in bianco” e credito

	(1) SCORE
DID	0,006*** (0,002)
N	212136
R2	0,022

Fonte: dati Cerved e Centrale dei rischi. La variabile dipendente è il tasso di interesse sui nuovi prestiti nel trimestre a livello di relazione banca impresa. Le regressioni controllano per effetti fissi temporali e a livello di relazione banca-impresa nonché per una serie di controlli a livello di impresa e a livello di relazione banca-impresa. DID è l'interazione di una variabile *dummy* pari a 1 per le imprese con uno score maggiore di 4 e di una variabile pari a 1 per i trimestri successivi all'introduzione del concordato “in bianco”.

\* denota una significatività al 10 per cento, \*\* al 5 per cento e \*\*\* all'uno per cento.

**Lista delle variabili utilizzate**

<b>Variabile riportata nelle tavole</b>	<b>Descrizione</b>	<b>Fonte</b>	<b>Tavola</b>
D.L. 35/2005	Dummy pari a 1 nei trimestri successivi al D.l. 35/2005.		1,2,3
D.lgs. 169/2007	Dummy pari a 1 nei trimestri successivi al D.lgs. 169/2007.		1,2,3
D.L. 83/2012	Dummy pari a 1 a partire dal secondo trimestre successivo al D.l. 83/2012		1,2,3
D.L. 69/2013	Dummy pari a 1 a partire dal secondo trimestre successivo al D.l. 69/2013		1,2,3
Centro	Dummy pari a 1 se per l'impresa ha la sede legale nelle regioni del centro-Italia al momento di aprire un concordato preventivo	CERVED	2,3
Sud	Dummy pari a 1 se per l'impresa ha la sede legale nelle regioni del sud-Italia al momento di aprire un concordato preventivo	CERVED	2,3
Cp	Dummy pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato preventivo nel 2002 o nel 2007	CERVED	4
Post	Dummy pari a 1 se l'impresa è considerata nel 2007 e pari a zero se è considerata nel 2002.	CERVED	4
Cp*post	Interazione di Cp e Post	CERVED	4
Durata	Durata media delle cause di fallimento chiuse nei tre anni precedenti nel circondario di tribunale in cui l'impresa aveva la sede legale	CERVED	5
Workload	Numero totale di cause di fallimento chiuse nei tre anni precedenti nel circondario di tribunale in cui l'impresa aveva la sede legale	CERVED	5
Peso immobilizzazioni	Immobilizzazioni /Totale attivo	CERVED	5
Opacità	Immobilizzazioni immateriali/Immobilizzazioni	CERVED	5
Current ratio (reciproco)	Debito a breve/(Totale attivo -Immobilizzazioni )	CERVED	5
Grado di patrimonializzaz.	Patrimonio netto/(Patrimonio netto+Debiti Totali)	CERVED	5
MOL/attivo	Margine operativo lordo/Totale Attivo	CERVED	5
ROE	Utile/Patrimonio netto	CERVED	5
Totale attivo (log)	Logaritmo del Totale attivo	CERVED	6,7,8
Ricavi netti (log)	Logaritmo dei Ricavi netti	CERVED	6,7,8
Totale attivo (tasso crescita)	Tasso di crescita del Totale attivo	CERVED	5
MOL (tasso di crescita)	Tasso di crescita del Margine operativo lordo	CERVED	5
Immobilizzazioni (tasso di crescita)	Tasso di crescita delle Immobilizzazioni	CERVED	5
Debiti (tasso di crescita)	Tasso di crescita del Totale dei debiti	CERVED	5
Ricavi netti (tasso crescita)	Tasso di crescita dei Ricavi netti	CERVED	5,6,7,8
Sofferenze	Dummy pari a 1 se l'impresa ha prestiti in sofferenza presso il sistema creditizio	CR	5

*continua*

*segue*

Esposizione totale (tasso di crescita)	Tasso di crescita dei prestiti bancari	CR	5
Quota esposizione garantita	Quota dell'esposizione complessiva (prestiti bancari) assistita da garanzie reali	CR	5,6,7,8
Quota esposizione a breve	Quota dell'esposizione complessiva a breve termine	CR	5
Concentrazione esposizione	Quota dell'esposizione complessiva dell'impresa detenuta dalle tre banche con maggiore esposizione	CR	5,6,7,8
Quota esposizione in sofferenza	Quota dell'esposizione complessiva iscritta a sofferenza	CR	5
Numero banche (log)	Logaritmo del numero di banche con cui l'impresa è esposta	CR	5,6,7,8
Esposizione totale (log)	Logaritmo dell'esposizione complessiva dell'impresa	CR	5,6,7,8
Dopo settembre	Dummy pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato nei mesi di ottobre, novembre e dicembre		6,7,8
Anno 2012	Dummy pari a 1 se l'impresa ha aperto un concordato nel 2012 e pari a 0 se lo ha aperto nel 2011		6,7,8
(Dopo settembre) * (Anno 2012)	Interazione di Anno 2012 e Dopo settembre		6,7,8
DID	interazione di una dummy pari a 1 per imprese con score > 4 e di una pari a 1 per i trimestri successivi al concordato "in bianco"	CERVED	9

## Riferimenti bibliografici

- Baird, D.G, Bris, A. e N. Zhu (2005), “The Dynamics of Large and Small Chapter 11 Cases”, Yale International Center for Finance Working Paper, 2005.
- Bonaccorsi di Patti E., D’Ignazio A., Gallo M. e G. Micucci (2016), “The Role of Leverage in Firm Solvency: evidence from bank loans”, *Italian Economic Journal*, Vol. 1, no. 1, [anche in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 244, Banca d’Italia, 2014].
- Bris, A., Welch, I. e N. Zhu (2006), “The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization”, *Journal of Finance*, Vol. LXI, No. 3, june.
- Ferretti S., Filippone A. e G. Micucci (2016), “Le imprese uscite al mercato nel corso della crisi”, *Quaderni di Economia e Finanza*, Banca d’Italia.
- Rodano, G., Serrano-Velarde, N. e E. Tarantino (2016), “Bankruptcy law and bank financing”, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Warren E. e J.L.Westbrook (2009), “The success of Chapter 11: a challenge to the critics”, University of Texas.