



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Finanziamenti alle imprese in crisi e priorità nel rimborso:
gli effetti della preveducibilità nel concordato preventivo

di Elisa Brodi e Luca Casolaro

Settembre 2017

Numero

387



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Finanziamenti alle imprese in crisi e priorità nel rimborso:
gli effetti della prededucibilità nel concordato preventivo

di Elisa Brodi e Luca Casolaro

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.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

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

FINANZIAMENTI ALLE IMPRESE IN CRISI E PRIORITÀ NEL RIMBORSO: GLI EFFETTI DELLA PREDEDUCIBILITÀ NEL CONCORDATO PREVENTIVO

di Elisa Brodi* e Luca Casolaro**

Sommario

Il lavoro fornisce una valutazione, di taglio normativo ed empirico, di alcune misure tese ad agevolare la concessione di liquidità a favore di imprese che abbiano avviato una procedura di concordato preventivo. Dal 2010 in avanti, vari interventi legislativi hanno riconosciuto e progressivamente esteso il beneficio della prededucibilità a tale provvista. La ricerca si focalizza sui finanziamenti concessi da prestatori professionali a imprese il cui piano sia stato omologato dal Tribunale, nel periodo 2006–2014. L'analisi econometrica evidenzia come la riforma abbia comportato un miglioramento dell'offerta dal punto di vista sia della quantità (la flessione dei prestiti si riduce di due punti percentuali) sia, soprattutto, del costo del credito (il tasso di interesse cala in media di oltre 40 punti base). Ciò è dovuto, in particolare, alla liquidità erogata da prestatori che non risultavano già esposti verso il debitore in difficoltà. Nondimeno, la presenza di alcune criticità normative – legate, ad esempio, all'instabilità del beneficio, qualora la procedura si tramuti in fallimento – potrebbe frenare l'erogazione di più ampia provvista.

Classificazione JEL: D78, G21, G33, K22.

Parole chiave: concordato preventivo, credito, valutazione politiche pubbliche, crisi d'impresa, prededucibilità.

Indice

1. Introduzione.....	5
2. L'efficiente regolamentazione della finanza nella crisi: quale modello?.....	6
3. La disciplina italiana nel confronto internazionale.....	9
3.1 La scelta della legge fallimentare: un sistema stratificato e composito	11
4. Gli effetti sull'offerta di credito: l'analisi empirica.....	16
4.1 I dati utilizzati.....	16
4.2 Analisi econometrica	16
5. Analisi di robustezza.....	20
6. Conclusioni.....	22
Bibliografia.....	24

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

** Banca d'Italia, Divisione Analisi e Ricerca economica territoriale, Filiale di Firenze.

1. Introduzione*

Dal 2010 in avanti, vari interventi legislativi hanno cercato di favorire l'erogazione della cd. «finanza della crisi» – qui intesa come liquidità concessa in relazione a una procedura di concordato preventivo – con l'obiettivo di consentire un celere ritorno in *bonis* dell'impresa o, in presenza di un dissesto irreversibile, renderne più fruttuoso il processo di liquidazione. In particolare, è stato accordato il beneficio della prededucibilità, ossia una «priorità» nel rimborso, alla provvista fornita per affrontare lo stato di difficoltà. Le norme hanno riguardato i tre differenti segmenti temporali nei quali si articola il concordato: *i*) quello iniziale, contiguo alla presentazione della domanda; *ii*) quello centrale, dall'avvio della procedura sino al provvedimento che rende vincolante il piano di gestione della crisi (cd. omologa); *iii*) quello terminale, in esecuzione di un piano omologato¹.

Per quanto consta, tuttavia, il dibattito di *policy* è privo di analisi empiriche tese a valutare gli effetti delle misure. Il presente lavoro si pone l'obiettivo di colmare tale lacuna, seppure con esclusivo riferimento alla fattispecie descritta *sub iii*). In ragione dei dati disponibili, infatti, l'analisi può essere condotta solo rispetto alla liquidità concessa successivamente all'omologazione del piano.

I risultati mostrano che, in seguito all'adozione delle disposizioni, le condizioni di offerta dei prestiti si sono allentate, in termini sia di minor rischio di razione che di riduzione dei tassi di interesse². In particolare, la flessione dei prestiti, secondo stime conservative, si riduce di due punti percentuali mentre il tasso di interesse cala, in media, di oltre 40 punti base. Ciò è in larga parte riconducibile al forte aumento dell'offerta di credito, da parte di operatori che in precedenza non risultavano esposti verso l'impresa. Proprio la prededucibilità potrebbe aver fornito loro l'incentivo a partecipare più attivamente alla gestione della crisi del proprio creditore. Nondimeno, la presenza di alcune criticità normative limita l'erogazione di più ampia provvista. Il quadro legislativo risulta estremamente stratificato e vi è incertezza sulla stabilità del beneficio, che potrebbe essere revocato qualora la procedura, da concordato, si tramuti in fallimento.

L'indagine si articola in due parti. La prima ripercorre le ragioni economiche sottese alla disciplina della «finanza della crisi» e discute, in un'ottica di *law and economics*, le opzioni regolatorie adoperabili per promuovere la sua concessione. Con l'occasione, si fornisce un quadro completo della normativa italiana e delle tappe che l'hanno scandita, evidenziando alcuni possibili spazi di affinamento. La seconda descrive le evidenze

* Si ringraziano Guglielmo Barone, Silvia Giacomelli, Sauro Mocetti, Giacomo Rodano, Paolo Sestito e Marco Tonello per i preziosi commenti e osservazioni. A Giacomo Rodano va un particolare riconoscimento, per aver messo a disposizione un importante *dataset* nella fase iniziale del lavoro.

¹ Per completezza, si segnala che tutti gli interventi normativi esaminati nel lavoro hanno interessato anche liquidità erogata in relazione ad accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis*, l.f..

² L'analisi si concentra sui prestiti concessi da operatori professionali. Sono esclusi altri agenti che, pure, potrebbero intervenire nell'operazione beneficiando della prededucibilità, come i soci dell'impresa in difficoltà (art. 182-*quater*, comma 3, l.f.).

empiriche disponibili sui fenomeni in questione – relative agli anni 2006-2014 – in termini di ammontare concesso e tassi praticati.

2. L'efficiente regolamentazione della finanza nella crisi: quale modello?

La possibilità di ottenere nuova finanza costituisce fattore chiave per una efficiente gestione delle crisi (Bergthaler et al., 2015; Commissione europea, 2014; Uncitral, 2005). Nei processi di ristrutturazione³ essa favorisce il ritorno a una condizione di equilibrio economico-finanziario dell'impresa: una improvvisa carenza di liquidità può, infatti, interessare anche imprese con buoni fondamentali patrimoniali, innescando una loro prematura espulsione dal mercato. Nelle procedure di liquidazione, per contro, può aiutare a preservare l'attivo sul quale i creditori hanno titolo di rivalersi. In ambo i casi, le somme mirano a evitare una dispersione dei valori aziendali, così da proteggere tutte le voci contabili coinvolte; incluse quelle immateriali, come l'avviamento (ancorché quest'ultimo risulti preservato solo in un contesto di continuità aziendale).

Nell'ordinamento americano, dove forte è la tradizione a preservare il valore di imprese in crisi temporanea, la *debtor-in-possession* (cd. DIP) *financing* viene evocativamente considerata «the lifeblood for most chapter 11 debtors» (Goldstein, 2015). Significativa è la vicenda Chrysler, che nel 2009 ha ottenuto 4,5 miliardi di dollari come DIP-*financing*, rivelatisi cruciali per procedere alla successiva ristrutturazione. Più di recente, ha formato oggetto di interesse il caso Kodak: per la casa produttrice di macchine fotografiche, la liquidità ha costituito il primo movente per avviare la procedura, nonché elemento prezioso per «comprare tempo» e conseguire una fruttuosa riorganizzazione⁴.

La *fresh finance* è, dunque, preordinata al conseguimento del miglior interesse di creditori e debitore. Nondimeno, essa si trova al crocevia di incentivi contrapposti: per ottenerla, l'imprenditore è tenuto a esternare a terzi l'esistenza dello stato di difficoltà e ciò potrebbe indurre i creditori a congelare le linee di credito in corso o a non aprirne di

³ Nell'ordinamento italiano, le procedure preposte alla riorganizzazione sono rappresentate dai piani attestati di risanamento, dagli accordi di ristrutturazione e, ove adottato con finalità di risanamento, dal concordato preventivo.

⁴ Nel gennaio 2012, le perduranti difficoltà finanziarie hanno indotto la società ad avviare una procedura di ristrutturazione; circa due anni dopo, il processo di riorganizzazione si è chiuso con esito positivo, grazie sostanzialmente all'immissione di 950 milioni di dollari da parte dell'intermediario Citigroup. Come dichiarato dalla stessa società, le somme sono state richieste per assicurare che l'operatività giornaliera non venisse paralizzata, ossia: «to pay vendors and other suppliers for all post-petition goods and services, and to operate its day-to-day business activities» (Kodak, 2012). Tuttavia, guardano la storia da una prospettiva più ampia, va rilevato come il denaro sia essenzialmente servito all'impresa per un ulteriore fine: comperare tempo. La variabile cronologica è risultata cruciale per massimizzare il valore di vendita del portafoglio brevetti (messo a rischio da un contenzioso strategicamente avviato da alcuni *competitors*, come Apple) e riorganizzare l'attività attorno al proprio *core business*. Come accade per la maggioranza delle imprese in crisi (Triantis, 1993), proprio la possibilità di ottenere assistenza finanziaria ha spinto la società ad avviare la procedura di ristrutturazione prevista dal cd. Chapter 11. Il punto è emerso chiaramente nella prima udienza di comparizione, aperta dai rappresentanti della società con un incisivo e lapidario «We're here for liquidity» (Spector e Mattioli, 2012).

nuove, dando vita al cd. *rush to the exit* (Baird e Jackson, 1984; Jackson, 1986). Esiste, pertanto, una tensione di fondo tra l'interesse del debitore a far emergere rapidamente la crisi e quello a restare inerte.

Il conflitto viene usualmente risolto dall'ordinamento attraverso meccanismi premiali: uno di questi consiste nell'accordare una «priorità» nel rimborso ai nuovi finanziamenti, in caso di successiva insolvenza del prenditore. Analizzata in termini economici, tale protezione concorre a ridurre gli elevati costi di agenzia associati al processo di negoziazione, reso complesso dalla posizione di fragilità finanziaria dell'impresa.

In linea generale, due sono le opzioni regolatorie adoperabili: la priorità può essere attribuita unicamente rispetto ai creditori chirografari, oppure può estendersi a tutti i pregressi prestatori dell'impresa, includendo anche quelli *secured* e dando vita a una vera e propria «super-priorità»⁵. In entrambi i casi, il legislatore si trova ad affrontare il *trade-off* sussistente tra protezione del nuovo credito e tutela di quelli preesistenti (Bocuzzi e Cercone, 1993); si tratta di un profilo che si pone qualora la gestione della crisi non generi i risultati auspicati.

È utile, allora, valutare più nel dettaglio quali siano i pro- e i contro- di ciascuno dei due modelli normativi richiamati⁶.

Il primo sistema indicato – che riconosce priorità rispetto ai soli chirografari – assicura elevata tutela ai prestatori garantiti, la cui posizione non viene pregiudicata dal sopraggiungere di successivi finanziatori. Si tratta dell'impostazione che nel corrente dibattito di *policy* è reputata preferibile, perché garantisce elevata stabilità all'ordine di soddisfazione dei crediti, per come stabilito *ex ante* dalla legge (OECD, 2016; World Bank, 2016). Tuttavia, essa è per definizione meno capace dell'altra di attrarre liquidità, poiché, qualora la procedura non porti i frutti attesi, i nuovi creditori potranno contare su un patrimonio minore rispetto a quello complessivo del debitore. Tale caratteristica risulta amplificata qualora l'impresa soffra di un severo *debt overhang*: la mancanza di forme di protezione del finanziamento – sostanziali, come il *collateral*, o processuali, come la «super-priorità» – renderà l'erogazione di nuova provvista altamente improbabile, anche là dove essa sia desiderabile. In questo caso, il *pool* di soggetti potenzialmente interessati all'operazione potrebbe limitarsi ai creditori preesistenti: solo essi riescono a internalizzare i benefici delle nuove erogazioni, che inducono un incremento del valore atteso di recupero della loro pregressa esposizione (Ayotte e Skeel, 2013).

⁵ La legge potrebbe anche limitarsi ad ammettere che il prenditore in difficoltà domandi liquidità dietro rilascio di garanzie, senza incorrere in responsabilità penale. Tale meccanismo, tuttavia, non pare autenticamente in grado di stimolare l'erogazione di nuova finanza: verosimilmente, proprio lo stato di crisi impedisce all'imprenditore di disporre di sufficienti *assets* da stanziare (cd. *debt overhang*).

⁶ Per semplicità, nel prosieguo si distinguerà tra creditori garantiti e chirografari; non sfugge, tuttavia, come ciascun prestatore possa contestualmente appartenere a entrambe le categorie: ad esempio, qualora solo parte del prestito risulti assistito da *collateral*.

In maniera speculare, la seconda opzione normativa fornisce una forte protezione ai nuovi finanziamenti – incentivando i prestatori a intervenire in un’operazione potenzialmente ad alto rischio – ma potrebbe pregiudicare i preesistenti creditori garantiti, non permettendo loro di rivalersi in via esclusiva sul *collateral* ricevuto (Schwartz, 1981)⁷. Può dirsi che, negli ordinamenti che adottano tale approccio, il sacrificio sopportato dai creditori *secured* è ritenuto pienamente compensato dal benessere atteso, ingenerato dalla partecipazione di nuovi finanziatori (in applicazione del modello di utilità cd. di *Kaldor-Hicks* (Zoppini, 2014)).

Numerosi sono gli effetti connessi all’utilizzo di questo modello: di essi è utile dar sinteticamente conto, riportando dapprima quelli negativi, per poi illustrare quelli positivi.

Ragionando in termini di equilibrio generale, va in primo luogo osservato che la «super-priorità» potrebbe comportare una redistribuzione del costo e della quantità di credito offerto, tra le imprese sane e quelle in crisi. Si potrebbe, così, verificare una riduzione a monte della disponibilità di credito per le imprese non (ancora) in crisi o una applicazione, nei loro confronti, di più elevati tassi di interesse. Ciò è dovuto all’incertezza che i finanziatori si trovano ad affrontare, poiché l’ordine di soddisfazione, fissato in un certo modo *ex ante*, potrebbe subire variazioni *ex post* (OECD, 2016)⁸. Discutendo di effetti negativi, va, inoltre, rilevato che la protezione accordata dalla legge – operando come una sorta di assicurazione – potrebbe limitare l’incentivo dei prestatori a valutare accuratamente l’efficienza dell’erogazione. A sua volta, uno *screening* poco approfondito potrebbe innescare fenomeni di sovra-finanziamento.

D’altro canto, non debbono essere trascurati i significativi benefici, per il sistema economico, connessi a una strategia basata sulla «super-priorità». Quest’ultima, mitigando la rischiosità delle imprese in crisi, potrebbe comportare un sensibile miglioramento delle condizioni di accesso al credito, specialmente qualora il debitore sia gravato da un severo *debt overhang*⁹. Un ulteriore effetto positivo del modello

⁷ La presenza di crediti muniti di una «super-priorità» sommata a una gestione della crisi rivelatasi inefficiente *ex post* potrebbe comportare un aggravio del passivo e una dispersione dei valori aziendali.

⁸ Naturalmente, tali variazioni risultano tanto più grandi quanto maggiore è il peso rivestito dalla liquidità di emergenza sul credito totale erogato alle imprese. Occorre, però, precisare che gli effetti sulle imprese non in crisi non sono uniformi, risultando più accentuati per quelle prossime alla manifestazione delle difficoltà. Si osservi, inoltre, che la riduzione di credito segnalata nel testo potrebbe ingenerare una elevata domanda di garanzie (cd. *overcollateralization*), per fronteggiare il rischio che, alla presenza di creditori assistiti da prededucibilità, si assuma un calo del valore del bene rispetto alla stima iniziale. La vicenda potrebbe essere inquadrata nella figura del cd. eccesso di garanzia, non codificata nel nostro ordinamento, ma che in altri sistemi giuridici (come quello tedesco) risulta specificamente sanzionata.

⁹ Alcuni recenti studi illustrano come il livello di indebitamento dell’impresa condizioni l’afflusso di nuova provvista (Ayotte e Skeel, 2013). Ripercorrendo gli approdi di tali ricerche ed adoperando il relativo modello, si può appurare come la «super-priorità» costituisca il meccanismo di *policy* più capace di attrarre liquidità qualora vi sia un severo *debt overhang* e sussistano preesistenti prestatori *secured*. Si immagini un mercato nel quale il tasso di interesse tra il tempo t^0 e il tempo t^1 è pari a zero e nel quale tutti gli operatori sono *risk neutral*. Si assuma, inoltre, che vi sia una impresa esposta per 120€ verso una banca – prestatore garantito, non interessato a offrire ulteriore credito – che può chiederne la liquidazione al tempo t^0 , ricavando una somma pari a 100€. In alternativa a questa eventualità, l’impresa può ottenere da un nuovo finanziatore liquidità extra per 20€, proseguendo la propria attività. In questo secondo caso,

risiede nel contenimento dei rischi di selezione avversa, in presenza di asimmetrie informative. Infatti, qualora il pregresso creditore neghi la liquidità d'emergenza, i prestatori prospettici potrebbero inferire un segnale negativo sulla situazione dell'impresa, rinunciando a intervenire nell'operazione, anche là dove essa sia profittevole (Ayotte e Skeel, 2013)¹⁰. A questo pone rimedio la «super-priorità», incentivando il potenziale creditore a valutare autonomamente l'opportunità del finanziamento.

Rispetto a entrambi i modelli regolatori discussi va rilevato come i *trade-off* segnalati – tra tutela dei diversi prestatori e disponibilità di credito per le imprese ancora sane – ancorché non neutralizzabili, possano essere attenuati da alcuni presidi normativi. Disposizioni di natura penale possono limitare la possibilità che i fondi vengano adoperati dal debitore per scopi estranei all'attività d'impresa, comportando (o aggravando) il dissesto. L'incertezza sul rientro *in bonis* dell'azienda può essere affrontata demandando al giudice – coadiuvato da professionisti per l'analisi dei profili più tecnici – la valutazione sulla necessità delle somme e sull'efficacia del progetto di risanamento. In questo modo, ad esempio, può essere fronteggiata una eventuale debolezza dello *screening* del prestatore, limitando il rischio di finanziamenti non efficienti (Triantis, 1993). Ancora, i creditori pregressi potrebbero essere tutelati riconoscendo loro il diritto di esprimersi sull'opportunità delle somme: pronunciandosi in favore (o contro) il piano di gestione della crisi proposto dall'imprenditore.

3. La disciplina italiana nel confronto internazionale

La successiva tabella, utilizzando informazioni contenute nel Rapporto «Doing Business» della Banca Mondiale, pone a confronto le scelte normative compiute dai diversi Paesi OCSE, in merito alla priorità da accordare alla nuova finanza (tav. 1)¹¹.

si assume che al tempo t^1 l'azienda abbia il 50% di probabilità di irrobustirsi, acquisendo un valore pari a 160€, e il 50% di probabilità di deteriorarsi, scendendo al valore di 90€. Nella vicenda in esame, in assenza di forme di protezione, un nuovo creditore sarebbe disponibile a erogare i 20€ di liquidità aggiuntiva solo dietro una remunerazione particolarmente elevata. Innanzi alla prospettiva di non recuperare alcuna somma con il 50% di probabilità (poiché tutti i 90€ sarebbero destinati alla banca), il prestatore potrebbe intervenire nell'operazione solo qualora vi siano pari probabilità di recuperare 40€ (ossia 20€ di capitale e 20€ di interesse). Unicamente in tal caso, infatti, il valore atteso di recupero risulta pari a quello della somma prestata: $(0.5 \times 40) + (0.5 \times 0) = 20€$. Per contro, qualora gli venisse concessa priorità nel rimborso rispetto al creditore garantito, in caso di liquidazione al tempo t^1 , il nuovo prestatore potrebbe essere interessato a partecipare prestando 20€ al tempo t^0 per ricevere altrettanto al tempo t^1 . Pur con le limitazioni connesse alle specifiche assunzioni fatte, l'esempio risulta particolarmente utile, poiché mostra come in caso di alto indebitamento dell'impresa, la remunerazione del nuovo prestatore possa risultare particolarmente elevata. In questo scenario, un modello normativo basato sulla «super-priorità» porta a una notevole riduzione del costo del credito, agevolando il coinvolgimento di nuovi operatori. Si tratta di un profilo di particolare rilevanza per garantire l'afflusso di liquidità, qualora il pregresso prestatore non possa o non voglia intervenire.

¹⁰ Ad esempio, il preesistente prestatore potrebbe rifiutare ulteriori erogazioni per questioni interne, che nulla hanno a che vedere con lo stato di salute del debitore.

¹¹ Le informazioni riportate sono quelle rilevate nel sotto-indicatore «resolving insolvency», elaborato dalla Banca Mondiale e pubblicato nel rapporto Doing Business 2017.

Tavola 1 – Priorità della nuova finanza nei Paesi OCSE

Paese	Nessuna priorità	Priorità solo su crediti chirografari	Super-priorità (priorità su tutti i crediti)
Lussemburgo	✓		
Nuova Zelanda	✓		
Slovacchia	✓		
Svizzera	✓		
Turchia	✓		
Ungheria	✓		
Australia		✓	
Belgio		✓	
Danimarca		✓	
Finlandia		✓	
Francia		✓	
Giappone		✓	
Germania		✓	
Irlanda		✓	
Islanda		✓	
Norvegia		✓	
Paesi Bassi		✓	
Polonia		✓	
Regno Unito		✓	
Slovenia		✓	
Spagna		✓	
Stati Uniti		✓	
Svezia		✓	
Austria			✓
Canada			✓
Cile			✓
Estonia			✓
Grecia			✓
Israele			✓
Italia			✓
Korea			✓
Messico			✓
Portogallo			✓
Repubblica Ceca			✓

Fonte: Banca Mondiale – Doing Business Database 2017.

A seguito di alcuni interventi normativi adottati a partire dal 2010, l'Italia viene collocata tra i paesi che riconoscono alla nuova finanza priorità nel rimborso riguardo a tutti i precedenti creditori dell'impresa, sia garantiti che chirografari. Si tratta, tuttavia, di una classificazione che sconta la semplificazione usualmente insita in operazioni di confronto internazionale e che non coglie appieno le caratteristiche del sistema italiano¹².

¹² Invero, anche le caratteristiche di altri ordinamenti non sono colte appieno: ad esempio, negli Stati Uniti sussistono delle ipotesi nelle quali la DIP-financing beneficia di una «super-priorità» nel rimborso. Si pensi al cd. *priming lien*, cfr. U.S. Bankruptcy Code, Section 364 (d), a mente del quale, in presenza di

Infatti, in caso di insolvenza del prestatore, la legge fallimentare dispone che i nuovi prestiti siano soddisfatti con precedenza rispetto ai creditori chirografari e a *taluni* creditori garantiti, ossia quelli muniti di privilegio¹³. La protezione fornita da pegno o ipoteca resta, invece, impregiudicata.

Pertanto, l'ordinamento italiano dà vita a un sistema ibrido, non perfettamente inquadrabile in nessuna delle opzioni riportate nella tavola. Tuttavia, alcune considerazioni empiriche – in particolare, l'elevato peso rivestito da pegno e ipoteca nelle garanzie rilasciate dalla clientela bancaria¹⁴ – lo rendono più affine ai paesi ricompresi nella seconda colonna.

3.1 La scelta della legge fallimentare: un sistema stratificato e composito

Come anticipato, l'odierna configurazione normativa è frutto di interventi adottati a partire dal 2010, che hanno costituito un importante complemento alla revisione della legge fallimentare, operata nel 2005. Già tale riforma si poneva l'obiettivo di favorire, ove possibile, la ristrutturazione e la conservazione dei mezzi organizzativi dell'impresa, in luogo della loro liquidazione. Tuttavia, solo nel quinquennio successivo la «finanza della crisi» è stata esplicitamente introdotta nell'ordinamento¹⁵; verosimilmente, anche in ragione del diffuso irrigidimento delle condizioni di offerta di credito in atto in quel frangente (Russo, 2013).

determinate circostanze: «The court, after notice and a hearing, may authorize the obtaining of credit or the incurring of debt secured by a *senior* [corsivo aggiunto] or equal lien on property of the estate that is subject to a lien».

¹³ La classificazione operata da alcuni osservatori internazionali (OECD, 2016; Banca Mondiale, 2016) prende, verosimilmente, le mosse da quanto disposto dall'art. 111 l.f., a mente del quale le somme ricavate dalla liquidazione dell'attivo sono erogate per soddisfare in primo luogo i crediti prededucibili, secondariamente i crediti dotati di una causa di prelazione (*i.e.* privilegio, pegno o ipoteca) e, in ultimo, i crediti chirografari. Tuttavia, in base al disposto del successivo art. 111-*bis*, comma 3, l.f. i crediti prededucibili debbono essere soddisfatti «con il ricavato della liquidazione del patrimonio mobiliare e immobiliare (...), con esclusione di quanto ricavato dalla liquidazione dei beni oggetto di pegno ed ipoteca per la parte destinata ai creditori garantiti». Pertanto, qualora la gestione della crisi non porti i frutti attesi, il nuovo finanziamento verrà soddisfatto senza pregiudizio del preesistente credito munito di garanzia reale, ma prevalendo sull'esposizione assistita da privilegio.

Si noti, inoltre, che la scelta di accordare protezione alla nuova finanza risulta in linea con gli orientamenti normativi comunitari, che muovono nella direzione di attribuire a tale provvista un rango *almeno* superiore a quello dei creditori chirografari (Commissione europea, 2016).

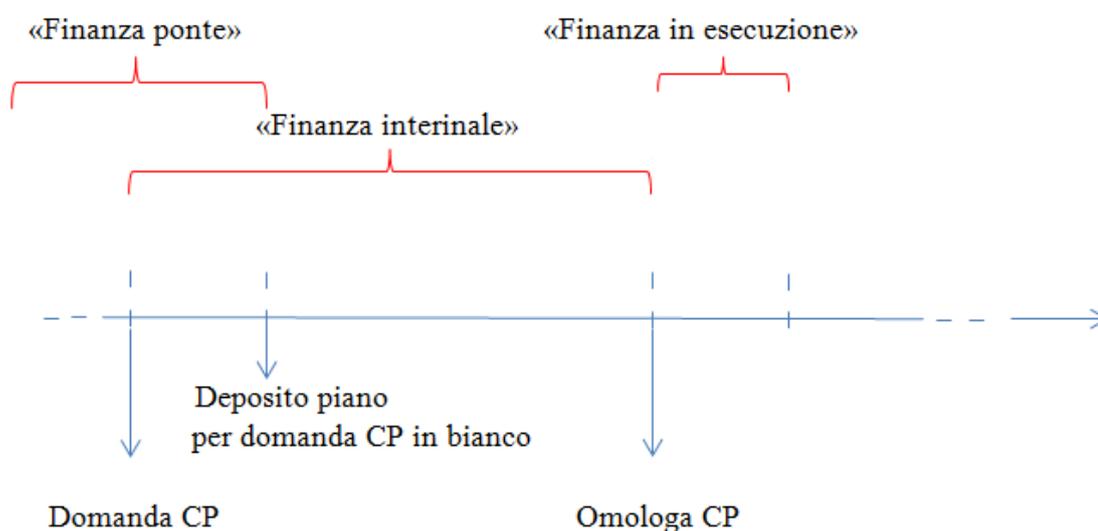
¹⁴ Per informazioni quantitative sul peso delle garanzie reali nel contesto italiano v. Brodi, 2016.

¹⁵ Prima del 2011, la concessione di nuova provvista era agevolata dal disposto dell'art. 67, comma 3, lett. e), l.f. che sottraeva all'azione revocatoria il rilascio di garanzie posto in essere in esecuzione di un concordato preventivo (e di un accordo omologato ai sensi dell'art. 182-*bis* l.f.). Ciò lasciava aperta l'eventualità che, in caso di successivo fallimento, i finanziamenti erogati in relazione a un concordato – ma precedenti la sua esecuzione, come l'odierna finanza ponte e interinale – potessero essere oggetto di revocatoria. Sul fronte della prededucibilità, vi era un'unica previsione di taglio generale – non specificamente legata alla finanza nella crisi e, peraltro, tuttora sussistente – a mente della quale il beneficio in parola assiste i crediti sorti in occasione o in funzione delle procedure concorsuali (art. 111, comma 2, l.f.). Inoltre, l'assenza di una disciplina *ad hoc* tesa a riconoscere la liceità dell'operazione amplificava i rischi – ancora esistenti, seppure in misura attenuata, proprio in ragione delle norme in commento – che l'erogazione di liquidità a imprese in crisi potesse integrare la figura della abusiva concessione di credito (*ex multis*, Vicari 2008).

Sulla materia si sono susseguite numerose disposizioni, rendendo il sistema complesso e stratificato (Giorgi, 2016); è stata, però, mantenuta ferma l'impostazione di fondo, basata su due elementi. Il primo è legato all'attribuzione del beneficio della prededucibilità alla nuova liquidità rispetto ai crediti chirografari e a taluni crediti garantiti (*i.e.* assistiti da privilegio). Il secondo attiene al controllo esercitato dall'autorità giudiziaria sulle richieste di assistenza finanziaria, per vagliarne l'effettiva necessità e, talvolta, l'urgenza. Come illustrato in precedenza, si tratta di un aspetto importante, teso a presidiare l'incertezza circa il successo della procedura e a tutelare i crediti preesistenti (cfr. par. 2)¹⁶.

Gli interventi che si sono susseguiti hanno portato all'enucleazione – invero non sempre razionale – di varie forme di «finanza nella crisi» (fig.1).

Figura 1



Di esse si darà conto riportando, in maniera schematica, le tappe normative che le hanno scandite.

Nel 2010 si registra il primo intervento, con l'introduzione nella legge fallimentare dell'art. 182-*quater*, ad opera del d.l. 78/2010¹⁷. La disposizione considera due distinte tipologie di finanziamento, in ragione del segmento temporale nel quale la provvista è erogata¹⁸, ossia: *i*) in esecuzione di un concordato preventivo, cd. «finanza in

¹⁶ Inoltre, tale controllo potrebbe mitigare il rischio che l'assistenza finanziaria amplifichi il cd. *continuation bias*, ossia la tendenza a mantenere l'impresa in vita all'interno della procedura, anche qualora sia più efficiente liquidarla. Studi empirici legati al sistema americano riscontrano, tuttavia, un modesto grado di diffusione di tale *bias* (Morrison, 2007).

¹⁷ D.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito con legge 30 luglio 2010, n. 122.

¹⁸ La procedura di concordato viene avviata dietro presentazione di apposita domanda (ricorso) dell'imprenditore. Una volta che il debitore vi sia stato ammesso, segue una fase orientata all'elaborazione, assieme ai creditori, di una soluzione della crisi. Qualora tale soluzione sia individuata,

esecuzione» (comma 1); e *ii*) in relazione all'ingresso in procedura, cd. «finanza ponte» (comma 2). Nel primo caso, dirimente è il fatto che la procedura si sia positivamente conclusa¹⁹. Nel secondo, la norma richiede che la prededuzione sia espressamente disposta nel provvedimento con cui il tribunale accoglie la domanda di ammissione al concordato²⁰.

Il successivo d.l. 83/2012²¹ ha sostanzialmente confermato tale impostazione, estendendo, però, a tutti i creditori il beneficio della prededucibilità, là dove prima esso era circoscritto a banche e intermediari finanziari *ex* (previgenti) artt. 106 e 107 t.u.b. (Stanghellini, 2010). L'eliminazione del requisito soggettivo, complice le successive evoluzioni normative, ha permesso anche a imprese assicurative, società di cartolarizzazione, fondi di investimento alternativi nonché operatori specializzati in operazioni di *turnaround*, di beneficiare della medesima protezione²². Inoltre, il d.l. 83/2012 ha introdotto un nuovo art. 182-*quinquies*, estendendo la prededucibilità ai finanziamenti accordati tra la presentazione, da parte dell'impresa, della domanda di ammissione al concordato e l'omologa (cd. «finanza interinale»)²³.

Su quest'ultima categoria, pochi anni più tardi, è intervenuto il d.l. 83/2015, creando un percorso agevolato per le richieste connotate da un precipuo carattere di urgenza, funzionali a evitare un pregiudizio imminente e irreparabile all'azienda²⁴. È stato

il piano che ad essa dà corpo viene vagliato dal giudice e, in presenza di determinati requisiti, omologato, ossia reso efficace e vincolante per tutti i creditori.

¹⁹ Per alcuni autori, la formulazione della norma porta a ritenere che la liquidità possa essere concessa – pur in condizioni di incertezza – anche prima del provvedimento di omologa (Vitali, 2015). Tuttavia, appare maggiormente convincente l'impostazione più restrittiva, che considera «finanza in esecuzione» solo quella erogata dopo il provvedimento del giudice (*ex multis*, Inzitari, 2011).

²⁰ Tale requisito fa sì che il beneficio possa essere concesso solo una volta che il Tribunale abbia adottato il provvedimento di ammissione alla procedura. Per questo, è verosimile che la provvista in esame – finalizzata a sostenere l'impresa *in funzione* della presentazione della domanda – sia erogata in un numero estremamente circoscritto di ipotesi, atteso che pochi prestatori accetteranno di erogare denaro in un momento precedente a quello nel quale la prededucibilità è espressamente riconosciuta (Tersilla, 2012). Sulla modesta rilevanza empirica del fenomeno cfr. Danovi et al., 2017.

²¹ D.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con l. 7 agosto 2012, n. 134.

²² La possibilità di erogare credito – in presenza di precise condizioni – è stata accordata alle imprese assicurative e alle società di cartolarizzazione con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con l. 11 agosto 2014, n. 116. Di recente, con la conversione in legge del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 (approvato definitivamente dal Senato, con atto A.S. 2853, il 15 giugno 2017), alle società di cartolarizzazione è stata esplicitamente accordata la possibilità di concedere finanziamenti nell'ambito di una procedura di concordato preventivo, al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno *in bonis* del debitore ceduto. Per ciò che concerne i cd. FIA, il riferimento normativo principale è dato dalla direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, recepita con d.lgs. 4 marzo 2014, n. 44. Sulla materia è, da ultimo, intervenuto il d.l. 14 febbraio 2016, n. 18, convertito con l. 8 aprile 2016, n. 49, che ha introdotto l'art. 46-*bis* t.u.f. sugli oicr alternativi italiani. In tutti i casi, si tratta di operatori la cui attività non è catturata solo marginalmente, per alcuni mesi dell'anno 2014, dalla successiva analisi empirica.

²³ In tale ipotesi, il debitore deve essere autorizzato dal tribunale a contrarre finanziamenti, che risultino funzionali al miglior soddisfacimento dei creditori, come specificamente attestato da un professionista. Con il medesimo intervento è stata anche limitata l'operatività del reato di bancarotta, ampliando le esimenti indicate *sub* art. 217-*bis* l.f., così da coordinare le nuove misure con l'ordinamento penale ed evitare che la richiesta di liquidità possa considerarsi illecita.

²⁴ La relazione di accompagnamento al d.l. 83/2015 precisa che i finanziamenti urgenti sono quelli «necessari a sostenere l'attività aziendale per il periodo necessario per preparare l'istanza di

enucleato un sottotipo, denominato «finanza interinale urgente», caratterizzato da un vaglio semplificato del giudice sulla necessità delle somme e da una dichiarazione dell'imprenditore sull'impossibilità di reperire altrove la provvista. Si tratta di una innovazione ispirata ai «first day orders», del Chapter 11 americano²⁵. In ambo i casi di finanza interinale, la legge accorda al debitore – previa autorizzazione del Tribunale – anche la possibilità di concedere pegno o ipoteca, a garanzia del finanziamento²⁶. In tal modo, il creditore somma al beneficio della prededucibilità la protezione della garanzia reale, ottenendo come effetto una «super-priorità» nel rimborso.

Complessivamente, le misure degli ultimi anni mirano a stimolare la concessione di liquidità al debitore in difficoltà, anche se le varie ipotesi codificate si differenziano tra loro per intensità della tutela accordata ai creditori. Ad esempio, solo nel caso di finanza erogata in esecuzione di un concordato, ai precedenti prestatori è riconosciuto il potere di esprimersi sul piano presentato dal debitore e, dunque, sulla necessità delle nuove somme (cfr. par. 2)²⁷.

Ciò premesso, occorre evidenziare come importanti margini di miglioramento possano essere conseguiti affrontando alcune criticità normative, così da incoraggiare l'erogazione di maggiore provvista. Senza pretesa di completezza – che richiederebbe lo svolgimento di approfondimenti di taglio processuale e giurisprudenziale²⁸ – ci si limiterà a riportare due nodi critici, reputati particolarmente rilevanti²⁹. Il primo attiene

autorizzazione del vero e proprio finanziamento interinale (la cui funzione è invece di sostenere l'attività d'impresa durante la procedura è quindi per importi ben maggiori)». Si pensi all'ipotesi di una impresa che abbia pressoché completato la produzione di merci, la cui mancata consegna comporterebbe l'applicazione di una penale di importo elevato. Con l'ottenimento di liquidità l'azienda potrebbe ultimare la lavorazione, evitando di incorrere in responsabilità contrattuale.

²⁵ Nel caso Kodak sopra ricordato (cfr. par. 2), dei 950 milioni di liquidità di emergenza, ben 650 vennero autorizzati dal Tribunale competente nell'ambito dei cd. *first day orders*: «Eastman Kodak Company (“Kodak” or the “Company”) today announced that Judge Allan L. Gropper of the U.S. Bankruptcy Court for the Southern District of New York has approved initial availability of \$650 million in interim Debtor-in-Possession (DIP) financing by Citigroup. (...) The interim DIP approved as part of the first day motions represents the first portion of the fully-committed, \$950 million debtor-in-possession credit facility that it obtained from Citigroup to enhance liquidity and working capital» (Kodak, 2012).

²⁶ Viene, inoltre, riconosciuta la possibilità, per il prestatore, di cedere crediti a garanzia del finanziamento interinale.

²⁷ Perché il piano venga approvato, è richiesto il consenso della maggioranza dei crediti ammessi al voto e, ove siano presenti più classi, è necessario che il maggior numero di classi si esprima in senso positivo.

²⁸ Si pensi, ad esempio, al tema della responsabilità per abusiva concessione di credito, nella quale potrebbero incorrere i creditori che abbiano erogato liquidità (ad esempio, in esecuzione di un accordo o di un piano di concordato omologato) a una società successivamente divenuta insolvente (Bonfatti, 2005; Presti, 2006). Vi è, inoltre, un orientamento giurisprudenziale che reputa ascrivibile alla banca che abbia fornito credito a società in dissesto, una responsabilità per concorso nella *mala gestio* degli amministratori (ex artt. 146 l.f. e 2393 c.c.); cfr., di recente, Cass. civ., Sez. I, 20 aprile 2017, n. 9983 e Trib. Milano, 11 maggio 2017, n. 5762. Ancora, nelle operazioni di finanziamento a imprese in crisi può profilarsi il rischio che, in presenza di determinate circostanze (es. uso di *covenant* particolarmente pervasivi), la banca finanziatrice sia convenuta in giudizio per responsabilità da direzione e coordinamento ex art. 2497 c.c..

²⁹ In aggiunta a quanto riportato nel testo, è utile rilevare come talvolta (es. nella finanza ponte e in quella interinale) la posizione del finanziatore risulti pregiudicata dall'impossibilità di impugnare il provvedimento che nega la prededucazione, non essendo egli parte del procedimento (Giorgi, 2016).

alla presenza di misure foriere di incertezza per gli intermediari; il secondo all'esistenza di un sistema stratificato e composito.

Rispetto al primo profilo, occorre segnalare che – per come costruito – il beneficio della prededucibilità risulta in qualche misura instabile, poiché potrebbe essere «revocato» nella successiva evoluzione del procedimento. Ad esempio, nel caso in cui la procedura di concordato non vada a buon fine e si traduca in fallimento, vi è il rischio che il giudice delegato neghi il beneficio in sede di verifica del passivo (Bassi, 2011); ciò può avvenire qualora si ritengano *ex post* insussistenti i requisiti alla luce dei quali esso era stato concesso (Tarzia, 2014). Si tratta di un punto controverso, poiché parte della dottrina e della giurisprudenza ritengono che, una volta accordata, la prededucibilità debba avere carattere definitivo (Bottai, 2015; Brogi, 2015). Infatti, qualora così non fosse, si giungerebbe all'esito – invero paradossale – di non riconoscere alcuna protezione al finanziatore in caso di dissesto irreversibile, portando il suo prestito ad assumere carattere chirografario, salvo che all'atto della concessione sia stata rilasciata qualche forma di protezione (privilegio o garanzia reale). È verosimile che gli operatori – per non rischiare – domandino sempre qualche protezione, con la conseguenza di non fornire liquidità a imprese che, pur meritevoli, non dispongano di sufficiente *collateral* da stanziare. È, dunque, auspicabile un intervento normativo che prenda posizione, chiarendo se il beneficio possa o meno essere vanificato nelle fasi successive a quella in cui è concesso (Lamanna, 2015)³⁰. Nel contesto attuale, l'occasione potrebbe essere offerta dal cd. «DDL Rordorf», che, tra i principi di delega, include il riconoscimento del carattere stabile alla prededucazione, nel caso di successiva liquidazione giudiziale o amministrazione straordinaria, salvi i casi di frode³¹.

In secondo luogo, ragionando entro una prospettiva generale, va rilevato come il sistema normativo risulti stratificato e composito, con la presenza di taluni spazi di sovrapposizione tra le varie forme di «finanza» (Briolini, 2015; Vitali, 2015)³². Una maggiore linearità potrebbe giovare sia alle imprese in crisi che ai potenziali prestatori.

³⁰ Sul punto, è utile rammentare una misura che ha acuito l'incertezza ora descritta. Nel 2013, il d.l. 145/2013, cd. «destinazione Italia», è intervenuto sulla «finanza interinale» disponendo che, nel caso di domanda prenotativa, la prededucibilità venisse concessa solo qualora la restante documentazione fosse depositata e la procedura venisse avviata. In questo modo, il beneficio veniva associato all'andamento del procedimento, costringendo i creditori a sopportare non solo i rischi fisiologici dell'operazione, ma anche quelli legati a comportamenti opportunistici del debitore. La norma, fortemente avversata dalle banche (ABI, 2014), è stata abrogata a distanza di pochi mesi dalla sua introduzione; segnatamente, con il d.l. 24 giugno 2014, n. 91.

³¹ Così, art. 6, comma 1, lett. *p*) del DDL A.S. 2681, approvato dalla Camera il 1 febbraio 2017, disponibile al seguente indirizzo: <http://www.senato.it/leg/17/BGT/Schede/Ddliter/46909.htm>.

³² Naturalmente, ne risulta acuito anche il rischio di compressione della ragioni dei creditori chirografari e di alcuni prestatori garantiti.

4. Gli effetti sull'offerta di credito: l'analisi empirica

4.1 I dati utilizzati

Come osservato in precedenza (cfr. par. 2), il beneficio della prededucibilità può incidere tanto sulla disponibilità di credito alle imprese in difficoltà – e sugli esiti delle procedure dalle stesse avviate – quanto sull'offerta alle imprese sane, poiché taluni creditori potrebbero percepire il rischio, in caso di sopravvenuta crisi, di vedersi preferiti i nuovi prestatori. Nel prosieguo dello studio, ci si concentrerà esclusivamente sugli effetti, più immediati e diretti, ingenerati dall'intervento del 2010, rispetto alla disponibilità di provvista per i debitori *financially distressed*³³.

L'indagine è condotta utilizzando dati tratti dalla Centrale dei Rischi, relativi all'esposizione creditizia delle oltre 3.000 imprese censite, coinvolte in una procedura di concordato nel periodo 2006-14, per un totale di circa 40.000 rapporti di credito con le banche. Di questi, circa l'80 per cento è costituito da relazioni avviate prima del concordato e in essere dopo l'omologa; l'8 per cento da rapporti estinti in seguito all'avvio della procedura; e il restante 12 per cento da relazioni istaurate *ex novo* in seguito all'omologa del piano. Occorre precisare che, non disponendo di informazioni sul contenuto dei singoli piani, ci si limiterà ad assumere che la liquidità erogata successivamente all'omologa benefici della prededucibilità accordata alla cd. «finanza in esecuzione». Pertanto, il focus sarà limitato al verificare se, nel periodo precedente e in quello successivo agli interventi del 2010, vi siano differenze nel volume e nel costo medio del credito complessivamente utilizzato dalle imprese in crisi. Da ultimo, va rilevato che non si hanno informazioni inerenti la natura del concordato: se in continuità o meramente liquidatorio. Nondimeno, si rammenta come la nuova finanza possa risultare benefica in ambo i casi, là dove permette di evitare una dispersione dei valori aziendali.

4.2 Analisi econometrica

L'equazione principale che verrà stimata è la seguente:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \gamma_t TIME_t + \delta conc_{it} + \partial conc * legge_{it} + \varepsilon_{it}$$

dove la variabile dipendente Y rappresenta le due variabili chiave della relazione creditizia: il credito totale (il logaritmo) utilizzato dall'impresa *i* al tempo *t* e il tasso netto medio applicato a quell'impresa al tempo *t*. Tra le variabili indipendenti, X è una matrice contenente le principali variabili di bilancio (MOL, patrimonio, totale attivo) introdotte in modo da tener conto della situazione economico-patrimoniale del debitore.

³³ Va precisato che gli interventi normativi successivi al 2010, riportati nel par. 3, non interferiscono con la successiva analisi empirica, poiché non modificano il regime previsto per l'erogazione di liquidità da parte di banche e intermediari finanziari, in esecuzione di un concordato omologato.

La variabile TIME è costituita da effetti fissi di mese-anno, inseriti in modo da controllare per le variazioni congiunturali nel mercato creditizio, mentre α_i rappresentano effetti fissi di impresa, per tenere conto delle differenze idiosincratiche di ogni operatore economico. Le variabili chiave dell'analisi sono *conc*, una dummy pari a zero nel periodo precedente il concordato e pari a uno successivamente, e soprattutto la sua interazione con il periodo *post legem*, che ci permette di stimare l'impatto che la modifica normativa ha avuto sul rapporto tra concordato e contratti di credito dell'impresa. Per far questo, si analizzeranno le condizioni di utilizzo e costo del credito per ciascun debitore nell'intorno di un anno dall'omologa del concordato (*i.e.* tra i 12 mesi precedenti e quelli successivi), in modo da valutare differenze sistematiche tra il periodo precedente e quello successivo al giugno 2010. È stato considerato un intervallo di un anno, così da focalizzare l'analisi soltanto sugli eventi legati alla crisi aziendale e alla sua soluzione e non anche a elementi non strettamente dipendenti da questi, che pure possono influenzare i rapporti di credito dell'impresa.

Tavola 2 – Credito alle imprese in crisi: quantità

	<i>Totale banche</i>			<i>Banche sempre presenti</i>		
	A	B	C	A	B	C
Concordato	-0.0229*** (-3.36)	-0.0254*** (-3.74)	-0.0255*** (-3.76)	0.00685 (1.08)	0.00457 (0.72)	0.00445 (0.70)
Concordato*Legge	0.0184** (2.10)	0.0192** (2.18)	0.0194** (2.21)	-0.0308*** (-3.75)	-0.0302*** (-3.68)	-0.0301*** (-3.67)
log(TOT_ATT)		0.0456*** (13.83)	0.0461*** (13.65)		0.0410*** (13.32)	0.0428*** (13.58)
MOL			0.0001*** (3.30)			-0.00001 (-0.38)
PATRIM			-0.00002*** (-2.70)			-0.00002*** (-2.83)
Effetti fissi impresa	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Dummies temporali	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Osservazioni	58516	58516	58516	58021	58021	58021

*, **, ***: differenza statisticamente significativa rispettivamente al 10 %, al 5% e all'1%, statistica t di Student in parentesi. La variabile concordato è una dummy pari ad uno nel periodo precedente l'omologa da parte dell'impresa e pari ad uno successivamente. Le variabili MOL e patrimonio sono state normalizzate per il totale attivo. Le dummies temporali sono 106 dummies che coprono ogni anno-mese del periodo dell'analisi. Il campione è costituito dalle 3170 imprese censite in Centrale dei rischi che hanno omologato un concordato nel periodo 2006-2014 e per le quali si dispone dei dati di bilancio di fonte Cerved. Per ogni impresa vengono utilizzate soltanto le informazioni relative al periodo di un anno precedente e successivo la data del concordato. Ogni osservazione è relativa al credito totale (in bonis o sofferenza) utilizzato dall'impresa *i* nel mese *j*; i dati sono mensili. La parte della tabella denominata "*Totale banche*" si riferisce all'intero campione. Quella denominata "*Banche sempre presenti*" al campione costituito, per ogni impresa, dalla somma dei rapporti verso le banche rimaste presenti sia prima sia dopo la procedura (in particolare sono considerate presenti in continuità quelle che avevano segnalato almeno una volta sia nei 24 mesi precedenti sia in quelli successivi alla procedura), escludendo i prestiti verso banche che smettono di segnalare dopo il concordato o che non erano presenti e iniziano a segnalare dopo il medesimo. Nel caso in cui gli intermediari affidanti cambino completamente dopo l'omologazione del concordato (tutti quelli presenti interrompano il rapporto e ne subentrino di nuovi) le osservazioni relative a quella impresa vengono eliminate.

La tav. 2 mostra i risultati relativi alla regressione sia con i soli effetti fissi per impresa sia con l’inserimento progressivo delle variabili di bilancio. L’analisi è effettuata sulle oltre 3.000 imprese il cui piano è stato omologato nel periodo 2006-14.

I risultati, piuttosto stabili qualitativamente nelle varie specificazioni, mostrano che il ricorso alla procedura ha, per l’unità produttiva, un impatto negativo sul credito, che è però fortemente condizionato dal cambio di normativa. L’effetto del concordato sui prestiti utilizzati dall’impresa, siano essi *in bonis* o in sofferenza, è pari a circa il 3 per cento nel periodo precedente il giugno 2010. Si tratta di una riduzione connessa con la *disclosure* associata al procedimento, che rappresenta un forte segnale di crisi e può comportare la chiusura o il ridimensionamento di rapporti con gli intermediari (cd. *rush to the exit*). La contenuta magnitudo dell’effetto riflette il fatto che, nell’anno precedente l’omologa, lo stato di crisi dell’impresa ha già avuto modo di manifestarsi³⁴, causando i primi riflessi negativi sull’offerta di credito già prima della pronuncia giudiziale e, spesso, anche prima dell’avvio della procedura³⁵. A conferma di ciò, allargando l’intorno temporale a 24 mesi, si osserva che la riduzione del credito connessa con il concordato sale al 10 per cento circa.

Tavola 3 – Credito alle imprese in crisi: tassi

	<i>Totale banche</i>			<i>Banche sempre presenti</i>		
	A	B	C	A	B	C
Concordato	-0.232** (-2.23)	-0.214** (-2.05)	-0.205** (-1.96)	-0.250** (-2.40)	-0.237** (-2.27)	-0.228** (-2.18)
Concordato*Legge	-0.479*** (-3.42)	-0.485*** (-3.47)	-0.488*** (-3.49)	-0.415*** (-2.95)	-0.419*** (-2.99)	-0.423*** (-3.01)
log(TOT_ATT)		-0.183*** (-3.00)	-0.255*** (-3.80)		-0.133** (-2.18)	-0.199*** (-2.95)
MOL			0.0013 (1.33)			0.001 (1.12)
PATRIM			0.0003*** (3.06)			0.0003*** (2.97)
Effetti fissi impresa	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Dummies temporali	sì	sì	sì	sì	sì	sì

³⁴ Nella prassi, la durata media di una procedura concordataria è di 12 mesi circa (Danovi et al., 2017), nonostante la legge disponga che l’omologazione deve avvenire entro 9 mesi dalla presentazione del ricorso, prorogabili, al massimo, di 60 giorni (art. 181 l.f.).

³⁵ Inoltre, la contenuta contrazione del credito potrebbe dipendere da alcune difficoltà di taglio pratico: a fronte di una riduzione dell’accordato, l’importo utilizzato potrebbe non subire variazioni, poiché il prestatore non è in grado di rimettere quanto ricevuto. Dal punto di vista giuridico, si segnala, inoltre, che una improvvisa chiusura delle linee di credito potrebbe, in presenza di determinate circostanze, esporre a responsabilità il prestatore, poiché contraria al principio di buona fede e correttezza nell’esecuzione del contratto (Balestra, 2013; Vicari, 2008).

Osservazioni	11703	11703	11703	11479	11479	11479
--------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

*, **, ***: differenza statisticamente significativa rispettivamente al 10 %, al 5% e all'1%, statistica t di Student in parentesi. La variabile concordato è una dummy pari ad uno nel periodo precedente l'omologa da parte dell'impresa e pari ad uno successivamente. Le variabili MOL e patrimonio sono state standardizzate per il totale attivo dell'impresa. Le dummies temporali sono 35 dummies che coprono ogni anno-trimestre del periodo dell'analisi. Il campione è costituito dalle 2912 imprese censite nella Rilevazione Analitica dei Tassi di Interesse (RATI) che hanno omologato un concordato nel periodo 2006-2014 e per le quali si dispone dei dati di bilancio di fonte Cerved. Ogni osservazione è relativa al tasso di interesse netto relativo al credito utilizzato dall'impresa i nel trimestre j, ottenuto come media ponderata dei tassi applicati da ciascuna banca; i dati sono trimestrali. La parte della tabella denominata "Totale banche" si riferisce all'intero campione. Quella denominata "Banche sempre presenti" al campione costituito, per ogni impresa, dalla somma dei rapporti verso le banche rimaste presenti sia prima sia dopo la procedura (in particolare sono considerate presenti in continuità quelle che avevano segnalato almeno una volta sia nei 24 mesi precedenti sia in quelli successivi alla procedura), escludendo i prestiti verso banche che smettono di segnalare dopo il concordato o che non erano presenti e iniziano a segnalare dopo il medesimo. Nel caso in cui gli intermediari affidanti cambino completamente dopo l'omologazione del concordato (tutti quelli presenti interrompono il rapporto e ne subentrano di nuovi) le osservazioni relative a quella impresa vengono eliminate.

I risultati mostrano inoltre che, successivamente al 2010, la contrazione tende ad annullarsi, confermando l'impatto positivo della legge sull'offerta di credito. Tale effetto, peraltro, sconta la possibilità che alcune delle erogazioni avvenute nell'anno precedente l'omologa siano anch'esse assistite dalla prededucibilità degli altri due tipi di finanza – cc.dd. «ponte» e «interinale» – illustrati in precedenza (cfr. par. 3). Ciò può portare a una sottostima dell'effetto connesso alle misure relative alla finanza «in esecuzione». Il miglioramento rimane pressoché costante, attestandosi tra il 2 e il 3 per cento, anche utilizzando intervalli temporali più ampi (18 o 24 mesi).

Le variabili riferite agli indicatori congiunturali riportano nelle regressioni il segno atteso: incrementi dell'attivo totale si associano a una maggiore quantità di credito utilizzato. L'indicatore di patrimonializzazione è, invece, inversamente correlato con il credito utilizzato dall'impresa: ciò è compatibile con un effetto di erosione del patrimonio ad opera degli oneri finanziari per le imprese più indebitate. Infine, aumenti di redditività sono associati a una riduzione del credito utilizzato dalle imprese fino al giugno 2010, mentre nel periodo successivo si stima una leggera correlazione positiva. Ciò può riflettere l'impatto positivo che, in un periodo di scarsità di offerta di credito e di alti costi, una maggiore redditività può avere sulle possibilità di autofinanziamento dell'impresa. D'altra parte, tale effetto nel periodo successivo – connotato da un'offerta maggiore – tende ad essere compensato dalla più ampia quantità di credito disponibile per le imprese *ceteris paribus* più profittevoli.

Nel secondo pannello della tavola 2 sono riportate le stime ottenute prendendo in considerazione soltanto il credito derivante da rapporti banca-impresa rimasti in essere nelle more del concordato (prestiti verso banche con le quali il rapporto era in essere nel periodo precedente e continua in quello successivo), escludendo quelli che si sono estinti o che sono sorti dopo l'avvio della procedura³⁶. I risultati mostrano che la modifica legislativa ha indotto una minore operatività per le banche già

³⁶ Sono stati considerati rapporti bancari in continuità quelli in cui è presente almeno una segnalazione della banca relativa a quell'impresa sia nel periodo di 2 anni precedenti all'omologa del concordato sia nei due anni successivi. I risultati rimangono invariati se tale soglia viene ridotta a 18, 12 o 6 mesi.

precedentemente coinvolte, in favore di nuovi intermediari: i prestiti da banche che mostrano una continuità di rapporti con le imprese in crisi evidenziano, infatti, una forte riduzione in seguito al concordato dopo il giugno 2010, a fronte di una sostanziale invarianza nel periodo precedente. Tali evidenze sono compatibili con il mutamento nel profilo di incentivi associato alla prevedibilità, che incoraggia l'ingresso di nuovi prestatori (cfr. par. 2).

I risultati precedenti, che mostrano un miglioramento nell'offerta di credito in seguito alla modifica legislativa, sono corroborati da quelli relativi ai tassi di interesse, (tav. 3), che mostrano una flessione nel *pricing* del credito successivo all'omologa di quasi mezzo punto percentuale, riconducibile al minor rischio associato in media al finanziamento delle imprese in crisi. I risultati mostrano anche che, anche nel periodo precedente il giugno 2010, l'omologa del concordato si accompagnava a una lieve riduzione dei tassi di interesse. Tale effetto potrebbe dipendere dai benefici che i creditori sperimentano con l'avvio della procedura – riduzione dei costi di coordinamento e acquisizione di informazioni accurate sulla reale consistenza dell'impresa – e che li inducono a fissare un tasso più basso, rispetto a quello in precedenza applicato.

L'analisi relativa ai tassi di interesse deve tuttavia essere interpretata con cautela, alla luce del forte calo di osservazioni nel campione rispetto a quelle sulla quantità di credito, soprattutto nel periodo successivo all'omologa³⁷.

5. Analisi di robustezza

La stima con effetti fissi permette di tenere conto delle caratteristiche idiosincroniche delle imprese, in modo da isolare il solo effetto relativo al concordato. Tuttavia, qualora si verificasse una forte eterogeneità nell'insieme di debitori che il cui piano è stato omologato tra il 2006 e il 2014, la differenza stimata circa l'effetto della procedura potrebbe riflettere una diversa composizione del campione nei due periodi. Se, ad esempio, le imprese con un *management* migliore, prevedendo gli effetti della modifica legislativa, fossero riuscite a ritardare la richiesta di omologa sino alla promulgazione della legge, potremmo osservare una prevalenza di questo tipo di operatori nel periodo post-2010; in questo caso, il miglioramento nelle condizioni del credito sarebbe dovuto alle diverse caratteristiche delle imprese nei due sotto-campioni e non al «trattamento», ovvero alla modifica legislativa. È quindi necessario, al fine di isolare il solo effetto della legge, valutare le condizioni creditizie su campioni pressoché identici nei due periodi.

³⁷ Il calo è connesso con il fatto che la Rilevazione Analitica sui Tassi di Interesse (RATI), dalla quale sono tratti i dati, ha natura campionaria e interessa la maggior parte del volume dei prestiti concessi, ma solo poco più di un terzo degli istituti bancari, con l'esclusione delle finanziarie, mentre molte linee di credito vengono attribuite in seguito alla crisi d'impresa a società finanziarie specializzate.

Tavola 4 - caratteristiche del campione

	<i>Campione originale</i>		<i>campione ottenuto col PSM</i>	
	Pre legge	Post legge	Pre legge	Post legge
Credito	6055	7270 ***	7038	7170
	2455	1983	1201	1201
MOL	-4.231	-0.788 ***	-0.856	-0.792
	1560	1223	1201	1201
Tot_att	4346	5231 **	5444	5282
	1564	1224	1201	1201
Patrim	-16.42	-3.52	-1.865	-3.462
	1564	1222	1201	1201

*, **, ***: differenza statisticamente significativa rispettivamente al 10 %, al 5% e all'1%.

In corsivo è riportato il numero di osservazioni.

Per questo motivo, date le imprese trattate (ovvero quelle il cui piano è stato omologato dopo il giugno 2010), il gruppo di controllo viene individuato attraverso una procedura di *propensity score matching* (cfr. Rosenbaum e Rubin, 1983), molto utilizzata in letteratura, che permette di associare imprese simili sulla base di una serie di covariate.

Come *propensity score* (PS) si è utilizzata la probabilità stimata di ricevere il trattamento (ovvero una omologa del piano dopo il giugno 2010) basata su di un modello logit che contiene, come variabili esplicative, il logaritmo del credito utilizzato dall'impresa, una serie di variabili di bilancio legate alla dimensione (total assets) alla redditività (mol, ROE) alla patrimonializzazione (patrimonio) e all'indebitamento (leverage), oltre a localizzazione geografica (regioni) e al settore di attività a un digit. I dati si riferiscono al semestre precedente alla data di concordato. Attraverso la stima logit e il calcolo del PS, è possibile associare ad ogni impresa «trattata» (ossia con piano omologato dopo il giugno 2010) un'impresa molto simile ma non trattata (ossia con piano omologato prima del giugno 2010), in modo da riuscire a confrontare nella regressione imprese che arrivano allo stato di crisi in condizioni simili.

Tavola 5 – Credito alle imprese in crisi: quantità

	<i>Quantità</i>			<i>Tassi</i>		
	A	B	C	A	B	C
Concordato	-0.0214*** (-3.06)	-0.0244*** (-3.50)	-0.0245*** (-3.51)	-0.274** (-2.25)	-0.242** (-1.99)	-0.239** (-1.96)
Concordato*Legge	0.0177** (2.06)	0.0189** (2.19)	0.0191** (2.23)	-0.387** (-2.52)	-0.402*** (-2.62)	-0.398*** (-2.59)
log(TOT_ATT)		0.0548*** (16.19)	0.0618*** (16.56)		-0.243*** (-3.21)	-0.256*** (-2.98)
MOL			-0.0029***			-0.0392*

			(-3.40)			(-1.85)
PATRIM			-0.0003*** (-4.14)			0.0105** (2.30)
Effetti fissi impresa	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Dummies temporali	sì	sì	sì	sì	sì	sì
Osservazioni	48695	48695	48695	9611	9611	9611

*, **, ***: differenza statisticamente significativa rispettivamente al 10 %, al 5% e all'1%, statistica t di Student in parentesi. La variabile concordato è una dummy pari ad uno nel periodo precedente l'omologa da parte dell'impresa e pari ad uno successivamente. Le variabili MOL e patrimonio sono state normalizzate per il totale attivo. La variabile dipendente è il logaritmo del credito utilizzato dall'impresa i nel mese j nel primo pannello. Il tasso netto medio di interesse nel secondo. Le dummies temporali sono dummies che coprono ogni anno-mese (anno-trimestre per i tassi) del periodo dell'analisi. Il campione è costituito da imprese selezionate attraverso la stima di un propensity score matching, in modo da ottenere nei due sotto-periodi (precedente e successivo al giugno 2010) dei campioni omogenei, costituiti ciascuno da 1201 imprese.

Il campione risultante è pari a 2.402 imprese, suddiviso in maniera perfettamente simmetrica tra i due sotto-periodi. L'effetto della procedura sull'omogeneizzazione del campione è mostrato in tav. 4: nei sei mesi precedenti l'omologa, le imprese del campione originario presentavano significative differenze nelle variabili d'interesse; tali diversità tendono a scomparire nel nuovo campione per effetto del matching operato tramite l'utilizzo del PS.

I risultati relativi all'intero campione, riportati nella tav. 5, confermano quelli dell'analisi precedente: in seguito alla modifica normativa si osserva, dopo l'omologa del concordato, un aumento medio del credito alle imprese nell'ordine del 2 per cento, al quale si accompagna un calo nei tassi di interesse di 40 punti base.

6. Conclusioni

Il lavoro ha analizzato gli effetti sull'offerta di credito della modifica normativa – intervenuta nel giugno 2010 – che ha accordato il beneficio della prededucibilità ai finanziamenti erogati in esecuzione di un concordato preventivo. L'indagine si focalizza sul periodo 2006–2014 e considera la liquidità concessa da prestatori professionali censiti nella Centrale dei Rischi.

Utilizzando dati tratti da tale base dati sulle imprese il cui piano sia stato omologato nei periodi immediatamente precedenti e successivi all'intervento legislativo, i risultati segnalano come la riforma abbia comportato un miglioramento dell'offerta dal punto di vista sia della quantità (la flessione dei prestiti si riduce di due punti percentuali) sia del costo del credito (il tasso di interesse cala, in media, di oltre 40 punti base) per i prestatori in difficoltà. L'effetto appare in gran parte riconducibile all'ingresso di nuovi intermediari, i cui incentivi a intervenire nell'operazione potrebbero essere aumentati proprio in ragione dell'intervento legislativo.

I dati positivi ora riportati rappresentano, per quanto consta, le prime evidenze empiriche sugli effetti della nuova regolamentazione, contribuendo ad arricchire il

dibattito di *policy* e suggerendo come la modifica normativa abbia, almeno in parte, conseguito i risultati prefissi³⁸.

Il lavoro segnala, inoltre, l'esistenza di alcune criticità normative, che potrebbero frenare l'erogazione di più ampia provvista. Il quadro vigente risulta particolarmente stratificato e composito; presenta, inoltre, elementi forieri di incertezza per i prestatori. Vi è necessità di chiarire se il beneficio della prededucibilità abbia carattere stabile o se possa essere vanificato in uno stadio del procedimento, successivo a quello in cui è stato accordato.

³⁸ L'analisi si focalizza sul risultato differenziale tra il momento precedente e quello successivo alla procedura, mentre non sono evidenziate eventuali conseguenze che la riforma potrebbe aver avuto sul credito concesso prima della crisi d'impresa. È infatti possibile che, in seguito alla riforma, l'offerta di credito possa ridursi nel timore che l'impresa, in seguito a una crisi, possa avere accesso a finanza d'emergenza beneficiando della prededucibilità, con possibile pregiudizio di taluni creditori garantiti (*i.e.* quelli privilegiati).

BIBLIOGRAFIA

- Ambrosini S. (2015), *La disciplina della domanda di concordato preventivo nella "miniriforma" del 2015*, in *Crisi d'Impresa e Fallimento*, pp. 1 ss.
- ABI (2014), *Audizione presso il Senato del Direttore generale dell'ABI Giovanni Sabatini sulla conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91*, Roma.
- Ayotte K. e Skeel D.A. (2013), *Bankruptcy Law as a Liquidity Provider*, in *The University of Chicago Law Review* 80, pp. 1557 ss.
- Baird D.G. e Jackson T.H., *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, in *51 University of Chicago Law Review* 97, 1984, pp. 97 ss.
- Balestra L. (2013), *Crisi dell'impresa e abusiva concessione del credito*, in *Giur. comm.*, 1, pp. 109 ss.
- Bassi A. (2011), *La illusione della prededuzione*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, pp. 342 ss.
- Bergthaler W, Kang K., Liu Y., Monaghan D. (2015), *Tackling Small and Medium-sized Enterprise Problem Loans in Europe*, in *IMF Staff Discussion Note*, consultabile su: www.imf.org.
- Bonfatti S. (2005), *La disciplina dell'azione revocatoria*, Milano.
- Briolini F. (2015), *Concordato preventivo e nuova finanza. Note sui «finanziamenti autorizzati» a norma dell'art. 182-quinquies, comma 1-3, legge fallimentare*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, pp. 1 ss.
- Boccuzzi G. e Cercone R. (1993), *Tutela dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimentare*, in *Temi di discussione del Servizio Studi*, 204, Banca d'Italia.
- Brodi E. (2016), *Il sistema delle garanzie in Italia: una lettura economica delle disposizioni in materia di privilegio, pegno e ipoteca*, in *Questioni di economia e finanza*, n. 356.
- Commissione Europea (2016), *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE*, Strasburgo, consultabile su: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/IT/COM-2016-723-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>.
- Commissione Europea (2014), *Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency*, Bruxelles, consultabile su: http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm.

Danovi A., Giacomelli S., Riva P. e Rodano G. (2017), *Il concordato preventivo: evidenze dai dati sulle microprocedure*, in *Questioni di economia e finanza*, Banca d'Italia, di prossima pubblicazione.

Giorgi V. (2016), *I finanziamenti all'impresa in crisi tra il labirinto delle predezioni e la selva della frammentazione dei riti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, pp. 263 ss.

Goldstein M.L. (2015), *Debtor in possession financing: recommendations and rebalancing*, in *2015 ABI/NYU Bankruptcy workshop*, American Bankruptcy Institute.

Jackson T.H., *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge, 1986.

Kodak (2012), *Company Statement*, consultabile su:

<http://www.kodak.com/ek/uploadedFiles/Content/Corporate/KodakTransforms/B8-First-Day-Motions-Press-Release-FINAL-850pm.pdf>.

Kripke H. (1985), *Law and Economics: Measuring the Economic Efficiency of Commercial Law in a Vacuum of Fact*, in *University of Pennsylvania Law Review* 133, pp. 936 ss.

Inzitari B. (2011), *Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis l. fall.: natura, profili funzionali e limiti dell'opposizione degli estranei e dei terzi*, in *Contratto e Impresa*, pp. 1339 ss.

Lamanna F. (2015), *La miniriforma (anche) del Diritto concorsuale secondo il decreto "contendibilità e soluzioni finanziarie" n. 83/2015: un primo commento – Parte III: (Segue): le modifiche riguardanti il concordato preventivo. Finanziamenti e contratti pendenti*, in *Il Fallimentarista*.

Morrison E. (2007), *Bankruptcy Decision Making: An Empirical Study of Continuation Bias in Small-Business Bankruptcies*, in *Journal of Law and Economics* 50, pp. 381 ss.

OECD (2016), *Insolvency Regimes and Productivity Growth: a Framework for Analysis*, Paris.

Presti G. (2006), *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, I, pp. 16 ss.

Rosenbaum P. e Rubin D. (1983), *The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects*, in *Biometrika* 70, pp. 41 ss.

Russo B. (2013), *I finanziamenti bancari alle imprese in crisi a seguito dei recenti provvedimenti legislativi in materia*, in *Annali della Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Messina*, pp. 35 ss.

Schwartz A. (1981), *Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories*, in *Journal of Legal Studies* 10, pp. 7 ss.

Spector M. e Mattioli D. (2012), *Can Bankruptcy Filing Save Kodak? Doubts Persist on Printer, Patent Strategy as Icon Seeks Chapter 11 Protection*, in *Wall Street Journal*, January 20th.

Tarzia G. (2014), *Il variegato mosaico delle prededuzioni dopo gli ultimi interventi del legislatore*, in *Il Fallimento*, 7, 2014, pp. 756 ss.

Tersilla A. (2012), *La prededucibilità è un reale incentivo al finanziamento delle imprese in concordato preventivo?*, in *Dir. fall.*, I, pp. 350 ss.

Triantis G. (1993), *A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing*, in *Vanderbilt Law Review* 46, pp. 901 ss.

Uncitral (2005), *Legislative Guide on Insolvency Law*, New York.

Vicari A. (2008), *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giurisprudenza commerciale*, I, pp. 478 ss.

Vitali M. (2015), *Finanza « ponte », finanza « in esecuzione » e « interinale » (ossia il puzzle della disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi): appunti*, in *Contratto e Impresa*, pp. 167 ss.

World Bank (2016), *Doing Business 2017*, Washington.

World Bank (2016), *Principles for effective insolvency and creditor/debtor regimes revised draft*, Washington.

Zoppini A. (2014), *Emergenza della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell'emerging insolvency)*, in *Diritto societario e crisi d'impresa* (U. Tombari, a cura di), Torino, 2014, pp. 49 ss.