

# EMPOWER YOUR KNOWLEDGE

MILANO | ITALY

CDR - Claudio Dematté Research



## Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.

Un'analisi empirica nei principali Tribunali italiani

V. Conca, A. Danovi, L. Riva

12 maggio 2015

Con il patrocinio di



Ministero dello Sviluppo Economico



In collaborazione con



SGARAVATO STUDIO LEGALE TRIBUTARIO  
Associazione Professionale



STUDIO GMR & ASSOCIATI  
DOTTORI COMMERCIALISTI

PROF. AVV. STEFANO AMBROSINI  
STUDIO LEGALE ASSOCIATO

# Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-*bis* L.F.

Convegno Università Bocconi, 12 maggio 2015

## Agenda

- ❑ Il punto di vista delle Istituzioni
  - Lo stato dell'arte della normativa
  - L'impatto sul sistema delle imprese
  
- ❑ Presentazione dei risultati della ricerca
  - Obiettivi e metodologia d'indagine
  - Evidenze empiriche e criticità emerse
  
- ❑ Tavola rotonda
  - Esperienze a confronto sull'applicazione degli accordi di ristrutturazione nella prospettiva degli attori coinvolti
  
- ❑ Considerazioni di sintesi e prospettive evolutive
  
- ❑ Q&A

# Obiettivi e metodologia d'indagine

## Premessa sull'art. 182-bis L.F.

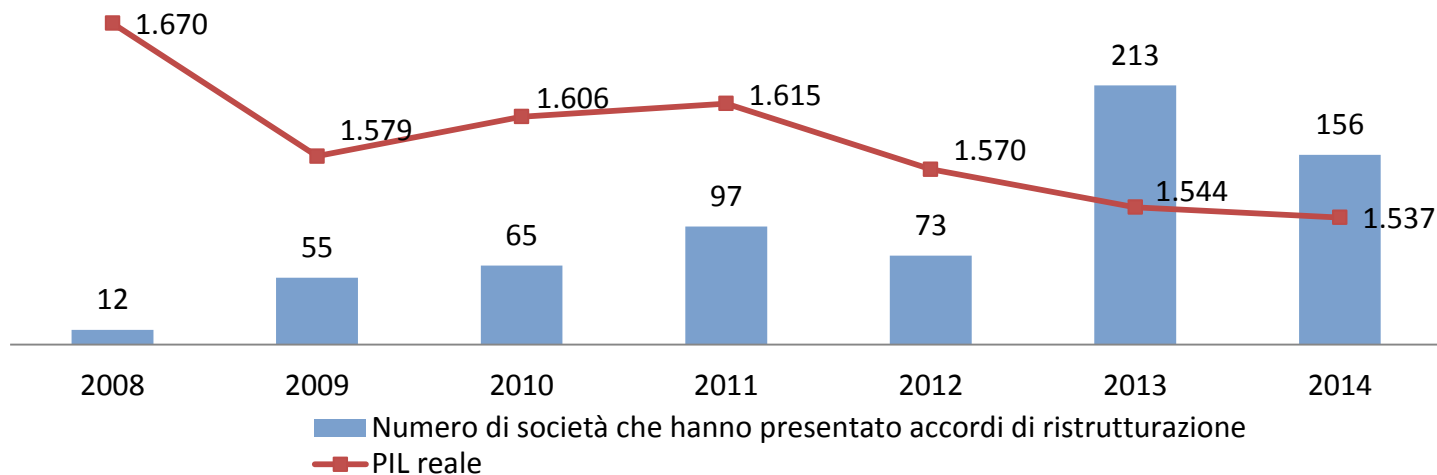
- Introdotto dal D.L. 14 marzo 2005 n. 35, in seguito modificato nel 2007, 2010, 2012
- Istituto ibrido a due fasi:
  1. Accordo stragiudiziale con i creditori
  2. Fase giudiziale di omologa
- Requisiti di legge:
  - Accordo con almeno il 60% dei creditori;
  - Relazione del Professionista ai sensi dell'art. 67, terzo comma, lettera d) L.F.
  - Presentazione della documentazione ex art. 160 et ss. L.F.
- Protezione del patrimonio del debitore da azioni revocatorie e ingiuntive
- Dal 2010 prededucibilità dei finanziamenti per la continuità (art. 182 *quinquies* L.F.)

## Obiettivi della ricerca

- Fornire una **mappatura** generale dell'utilizzo dell'istituto 182-bis L.F.
- Costruire un **database sistematico e continuativo** nel tempo che consenta di monitorare i progetti di ristrutturazione finanziaria
- Analizzare i **driver** che concorrono a determinare il **successo** o l'**insuccesso** di una ristrutturazione ex art. 182-bis L.F.
- Valutare l'**efficacia** dello **strumento normativo** per la gestione di situazioni di crisi

## Effetti della crisi in Italia

- Numerosità degli accordi 2008 – 2014 e andamento del PIL reale (in Mld€)



- Accordi di ristrutturazione, concordati, fallimenti e liquidazioni a confronto

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Totale
Liquidazioni	83.139	90.653	83.709	83.448	83.339	88.423	89.013	90.809	86.005	<b>778.538</b>
Fallimenti	10.455	6.155	7.506	9.381	11.222	12.148	12.519	14.134	15.651	<b>99.171</b>
Concordati preventivi	381	423	569	961	1.026	975	1.122	2.289	1.819	<b>9.565</b>
Concordati in bianco	-	-	-	-	-	-	1.297	4.629	2.908	<b>8.834</b>
Accordi di ristrutturazione	2	2	12	55	65	97	73	213	156	<b>675</b>

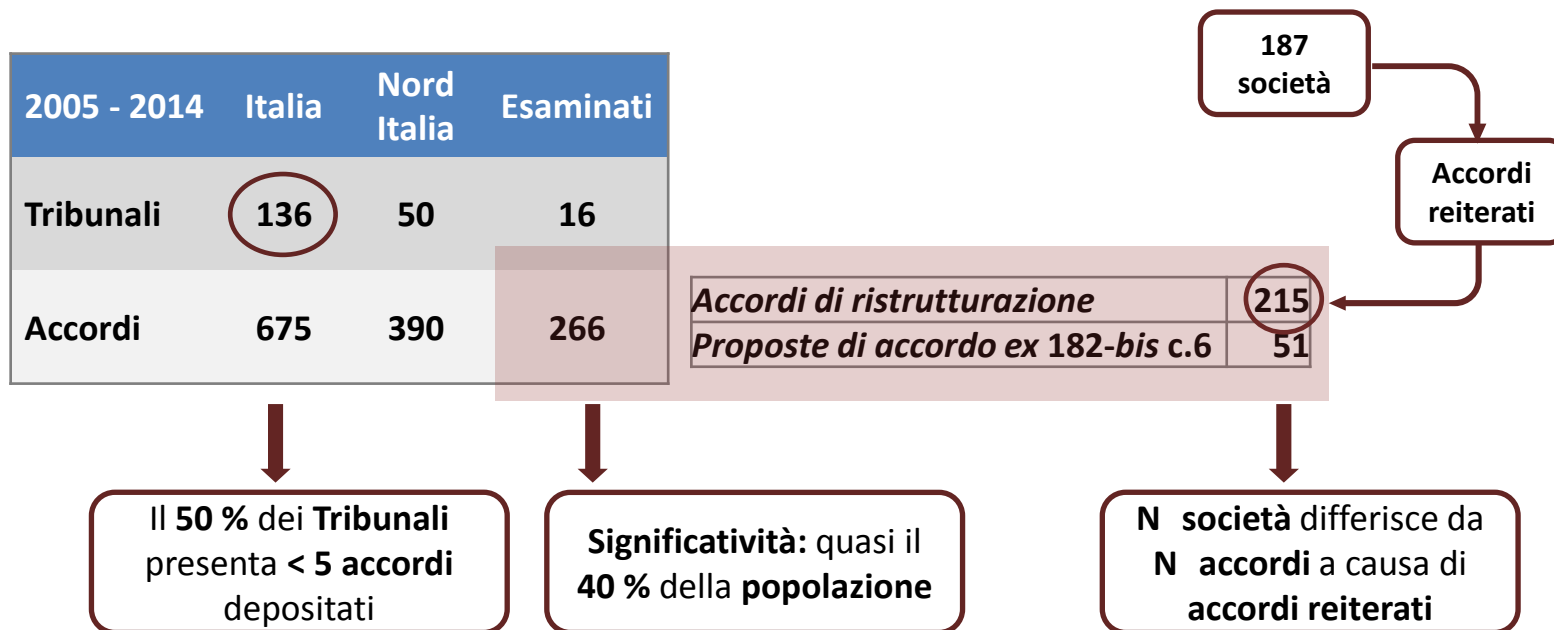
Fonte: Cerved (per gli accordi di ristrutturazione 2006-2007: dati campione)

- Tra il **2008** e il **2014** il numero **totale** di **procedure** e **accordi** è aumentato del **16%** a quota **106.539**
- In particolare i **fallimenti** hanno registrato **+109%** nel **2014** rispetto al **2008**

# Domande di ricerca

1. **Tassonomia** del fenomeno
  - a. Qual è l'**impatto** sui **settori**?
  - b. Quali sono le **caratteristiche** delle **società in crisi**?
  - c. Qual è il valore dei debiti ristrutturati?
  
2. **Motivazione** della **crisi**
  - a. Quali fattori di crisi emergono dalla lettura dei piani?
  - b. Quali sono le principali risposte delle imprese?
  
3. **Contenuti degli accordi, soggetti coinvolti e strategie**
  - a. Qual è il contributo degli interventi finanziari, industriali e di *governance*?
  - b. Ruolo degli *advisors*
  
4. **Esito ed efficacia** dello strumento
  - a. Quali sono le percentuali di omologa?
  - b. Quali le tempistiche?
  - c. Quanti i casi di successo?

# Metodologia d'indagine

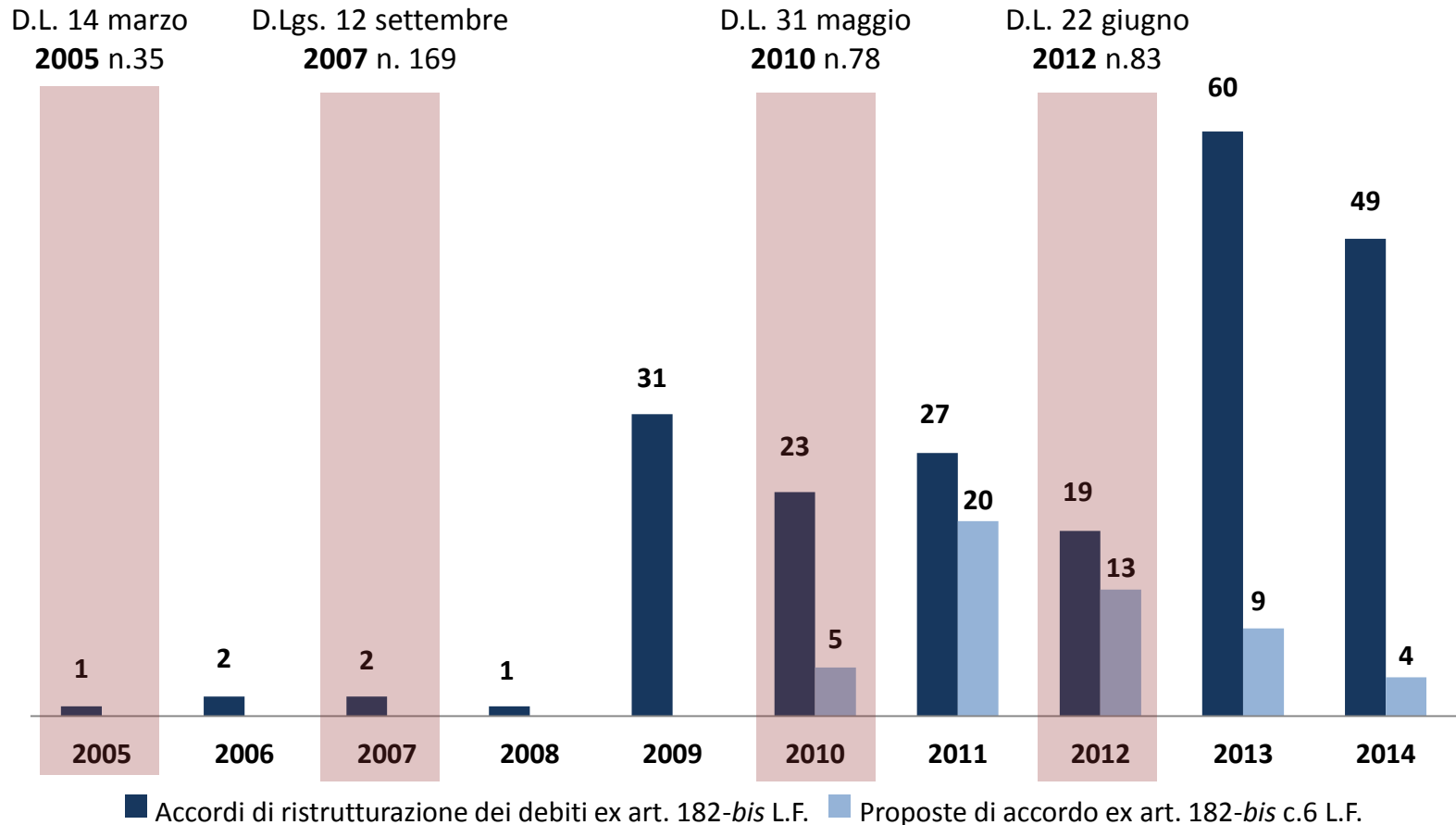


## Fonti utilizzate:

- Raccolta **documentazione** depositata (**Tribunali**)
  - Istanze
  - Piano di ristrutturazione
  - Relazione del Professionista
  - Decreto del Tribunale
- Incrocio con dati di **bilancio** (**Cerved**)

# Metodologia d'indagine

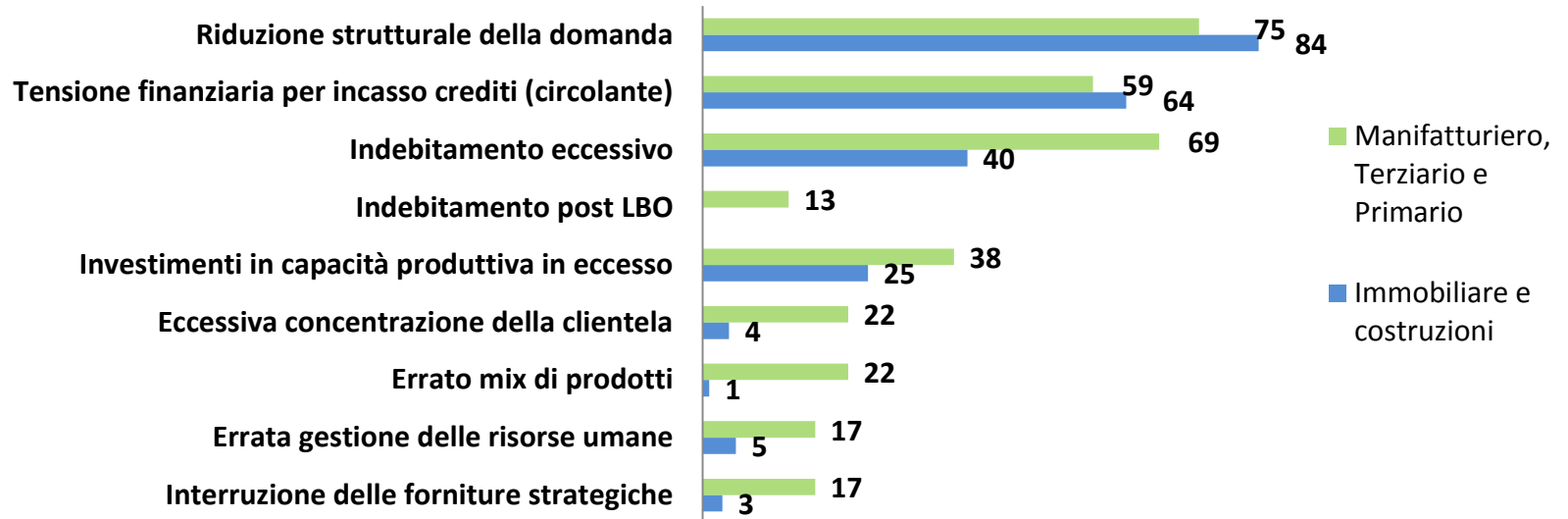
## La distribuzione temporale del campione



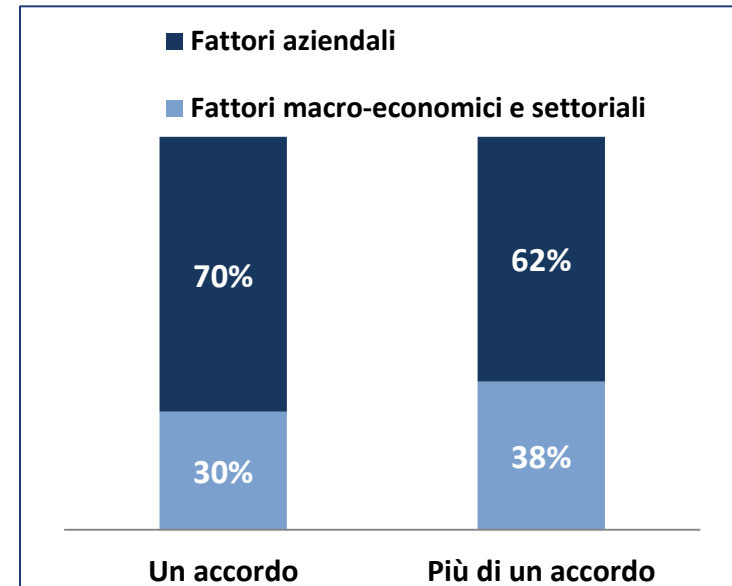
Fonte: Cerved

**La preveducibilità dei crediti (2010) e l'introduzione del concordato in bianco (2012) hanno portato ad una maggiore diffusione dell'istituto del 182-bis L.F.**

# Le cause della crisi individuate nelle attestazioni



- Fattori **interni**:
  - **Finanziari**: **indebitamento eccessivo** (per finanziare circolante, capex, crescita esterna, LBO) e tensione causata dall'**allungamento dei tempi di incasso dei crediti commerciali**
  - **Industriali**: errori nell'investimento in **capacità produttiva** ed **eccessiva concentrazione della clientela**
- Tra i fattori **esterni**, le cause sono ascrivibili alla **crisi di settore**
- I fattori **interni** risultano **predominanti** anche negli accordi reiterati





# I segnali di crisi sono stati identificati in tempo?

Tempistiche	N	%
Oltre 2 anni	92	49%
Oltre 1 anno	81	44%
Entro 1 anno	7	4%
Entro 6 mesi	3	2%
n.d.	4	2%
<b>Tot.</b>	<b>187</b>	<b>100%</b>

CebiScore4	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t
Sicurezza	5%	1%	-	-	-	-
Solvibilità	30%	27%	22%	10%	5%	8%
Vulnerabilità	46%	49%	43%	47%	35%	44%
Rischio	19%	23%	35%	42%	60%	47%
<b>Tot.</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fonte: Cerved

Mediana CCN (k€)	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t
Costruzioni	283	163	1.266	636	88	1.376
Immobiliare	1.238	1.089	4.103	2.870	3.068	-
Manifatturiero	653	64	132	-4.761	-5.590	-135
Terziario	58	75	-46	-424	-1.391	70

Fonte: Cerved

- **Tempo di incubazione della crisi:**
  - **Mediana** indica **circa due anni** dalla **manifestazione** del **dissesto** al **deposito** degli accordi
  - **Non c'è correlazione** tra **tempo di incubazione** della crisi ed **assenza** di interventi successivi
- Il **49%** delle società ha depositato **oltre due anni dopo** la manifestazione del **dissesto**
- Secondo il **CebiScore4** di **Cerved**, la **maggioranza** delle società presenta **pesanti squilibri** ed elevato **rischio** di **insolvenza** già a partire da **t-5**
- La fascia di **società solvibili** permane negli anni ma si **assottiglia**, mentre la **fascia** di **sicurezza** **scompare** completamente a partire da **t-3**
- Il **CCN** inizia a **diminuire** fino a diventare **negativo** a partire da **t-2** in particolare nel **manifatturiero**

## Contenuti degli accordi

Cluster debito totale t-1 in M€	Operazioni (N°)	Accordi Banche Italiane		Accordi Banche estere		$\Sigma$ debito Banche in M€	Accordi Fornitori		$\Sigma$ debito Fornitori in M€	Adesione monte crediti (mediana)
		N°	Mediana	N°	Mediana		N°	Mediana		
n.d.	18	53	2	2	-	-	117	11	-	93%
0-5	48	158	1	1	-	<b>37</b>	382	12	<b>15</b>	68%
5-25	59	208	2	11	-	<b>379</b>	504	10	<b>123</b>	88%
25-50	24	212	7	-	-	<b>503</b>	146	10	<b>108</b>	77%
50-100	27	174	6	14	-	<b>755</b>	489	34	<b>239</b>	84%
>100	39	285	6	22	-	<b>6.580</b>	996	18	<b>2.247</b>	87%
<b>Totale</b>	<b>215</b>	<b>1.090</b>	<b>3</b>	<b>50</b>	-	<b>8.253</b>	<b>2.634</b>	<b>17</b>	<b>2.733</b>	<b>83%</b>

- Lo strumento è maggiormente utilizzato per i **cluster** di **dimensioni maggiori**
- Nel cluster di debito oltre **€ 100 M** sono coinvolte **86** banche e **5** banche **italiane** sono presenti nel **35%** delle operazioni
- La presenza di **banche estere** (anche attraverso filiali italiane) è generalmente **bassa** per i casi **fino a € 50 M**
- La **percentuale di adesione dei creditori (mediana)** è significativamente **superiore** alla **soglia di legge del 60%**

*Campione di 215 accordi di ristrutturazione; possono esserci sovrapposizioni di banche e di fornitori nelle diverse operazioni*

## Interventi finanziari – Asset side

Interventi finanziari	Numerosità (N°)	Frequenza (%)	Mediana (%)*
Cessione assets immobiliari	91	46%	24%
Cessione di partecipazioni non strategiche	34	17%	6,6%
Altre fonti di incasso (smobilizzo crediti, etc.)	31	16%	10,8%
Cessione magazzino	23	12%	15,2%
Cessione di rami d'azienda	9	5%	6,1%
Affitto di rami d'azienda	5	3%	22,7%
Cessione di assets intangibili	4	2%	4,7%
<b>Tot.</b>		<b>100%</b>	

\* *Mediana calcolata rispetto al debito totale*

- La **cessione degli assets immobiliari** è l'intervento **più frequente** previsto nel piano : le **tempistiche** di vendita sono tuttavia **critiche** alla luce della **crisi di settore**
- La **cessione di partecipazioni** e di **rami d'azienda non strategici** è prevista in un'ottica di **riorganizzazione aziendale del core business**
- La **liquidazione dell'attivo circolante** è prevista frequentemente in quanto permette di recuperare **cassa** in maniera **rapida**

Campione di 191 osservazioni, al netto di proposte di accordo ex c.6 (51) e di domande a scopo liquidatorio (24). **Possibili risposte multiple**

## Il ruolo degli *Advisors*

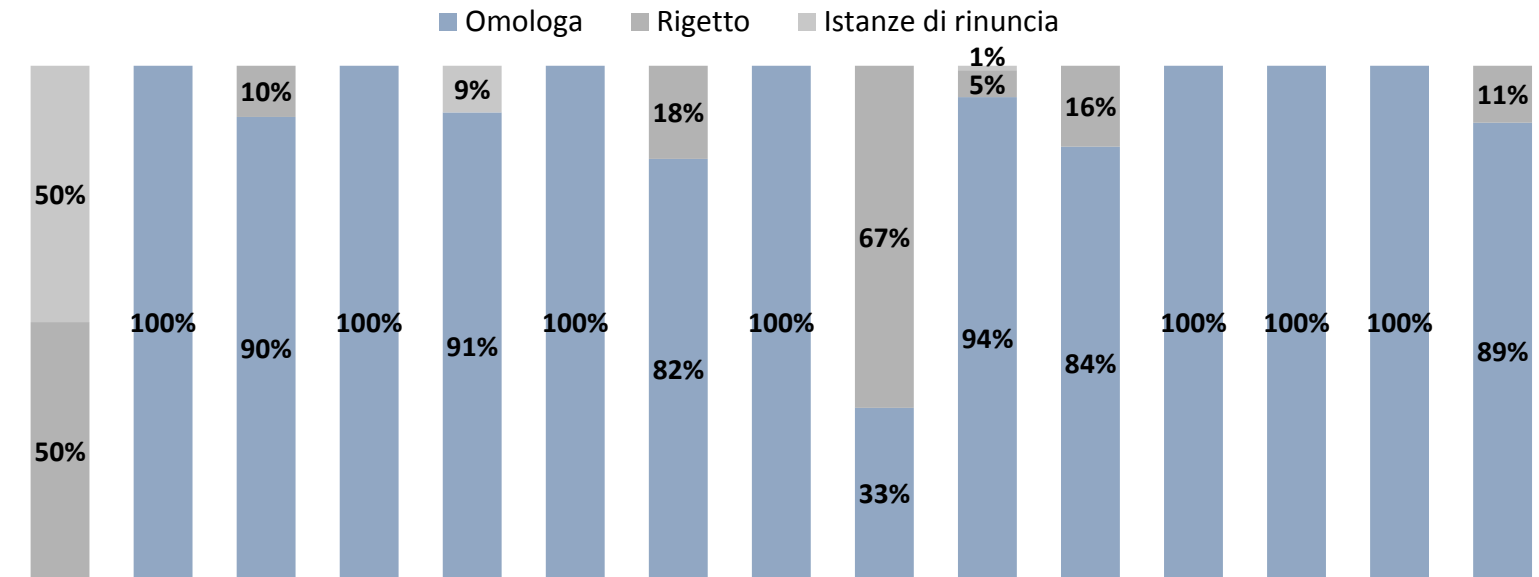
Cluster debito t-1 in M€	Advisor finanziario		Advisor industriale		Tot.
	No	Sì	No	Sì	
n.d.	14	4	15	3	<b>18</b>
0-5mln€	29	19	34	14	<b>48</b>
5-25mln€	19	40	34	25	<b>59</b>
25-50mln€	1	23	10	14	<b>24</b>
50-100mln€	5	22	9	18	<b>27</b>
>100mln€	4	35	10	29	<b>39</b>
<b>Tot.</b>	<b>72</b>	<b>143</b>	<b>112</b>	<b>103</b>	<b>215</b>

Accordi ex art. 182-bis L.F.	Senza Advisor		Con Advisor		Tot.
	N°	%	N°	%	
<b>Finanziario</b>	<b>72</b>	<b>33%</b>	<b>143</b>	<b>67%</b>	<b>215</b>
<b>Industriale</b>	<b>112</b>	<b>52%</b>	<b>103</b>	<b>48%</b>	<b>215</b>

Advisor	Numero	Accordi di ristrutturazione
<b>Finanziari</b>	<b>41</b>	<b>143</b>
<b>Industriali</b>	<b>35</b>	<b>103</b>

- Più **frequenti** gli accordi di ristrutturazione supportati da **Advisor finanziari**, meno frequenti **Advisor industriali**
- La presenza di **Advisor finanziari e industriali aumenta** all'aumentare del **cluster di debito**
- **Concentrazione** del mercato dell'**advisory finanziario**:
  - I primi **6** Advisor sono presenti nel **50%** del totale operazioni
  - I primi **13** Advisor sono presenti nell'**80%** del totale operazioni
- **Concentrazione** del mercato dell'**advisory industriale**:
  - I primi **4** Advisor sono presenti nel **50%** del totale operazioni
  - I primi **15** Advisor sono presenti nell'**80%** del totale operazioni
- **Correlazione** statistica **positiva** tra presenza di **Advisor** e **assenza di interventi successivi** per cluster di **debito superiore a € 100 M**

# Esito: omologa, rigetto e rinuncia per provincia



Tribunale	AL	AT	BG	BO	BS	CO	GE	SP	MN	MI	MB	PR	RE	TO	VR
Omologa	-	1	9	9	10	3	9	5	1	107	16	2	6	1	16
Rigetto	1	-	1	-	-	-	2	-	2	6	3	-	-	-	2
Rinuncia	1	-	-	-	1	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-

- In **media**, dei **215** accordi depositati, il **90%** viene **omologato**
- Le **cause** principali di **rigetto** riguardano **carenze** nella **documentazione depositata**, carenze nell'**attestazione** circa l'idoneità all'integrale pagamento dei creditori non aderenti

## Tempistiche dei Tribunali

	Accordi di ristrutturazione (giorni)		Proposte di accordo ex art. 182-bis c.6 senza deposito (giorni)	
	Mediana	Media	Mediana	Media
AL	64	64	-	-
AT	56	56	-	-
BG	57	57	57	57
BO	48	69	-	-
BS	88	83	37	50
CO	81	84	-	-
CR	-	-	63	105
GE	57	57	23	23
SP	31	31	182	182
MN	36	93	37	37
MI	55	64	38	51
MB	24	37	-	-
PR	68	68	-	-
RE	54	55	78,5	80
TO	37	37	-	-
VR	107	112	90	105
Tot.	<b>61</b>	<b>77</b>	<b>45</b>	<b>63</b>
$\sigma$	<b>55,9</b>		<b>54,1</b>	

Tribunale	AT	BG	GE	SP	MI	PR	RE	TO	VR	Tot.
N proroghe	1	5	1	5	12	2	3	1	3	<b>33</b>
Da proposta a deposito	187	230	149	334	179	168	120	266	181	<b>193</b>

Definizione durata della procedura in giorni: dal deposito degli accordi al decreto del Tribunale in **giorni (gg)**

- Il **procedimento** dura in media **due mesi** e può arrivare a **circa quattro** in caso di richieste di **integrazione e proroghe**
- Per le **proposte di accordo** occorre **sommare il tempo** necessario alla **formulazione degli accordi definitivi**
- Vengono richieste integrazioni in **102** casi su **215** con impatto sulle tempistiche
- Anche a causa delle **33 istanze di proroga** per **proposte di accordo** ex art. **161 c.6** ed ex art. **182-bis c.6** tra deposito della proposta e deposito dell'accordo passano **oltre 6 mesi**

## Efficacia: accordi reiterati

	N° società	N° operazioni	%
<b>Totale</b>	<b>187</b>	<b>215</b>	<b>100%</b>
<i>Un accordo ex art. 182-bis L.F.</i>	164	164	88%
<i>Due accordi ex art. 182-bis L.F.*</i>	17	34	9%
<i>Tre accordi ex art. 182-bis L.F.</i>	6	18	3%

\* 1 Società ha depositato il primo 182-bis in un Tribunale non in esame

Interventi successivi a:	Un accordo	Due accordi	Tre accordi	Tot.	%
<b>Numero di società</b>	<b>164</b>	<b>17</b>	<b>6</b>	<b>187</b>	<b>100%</b>
<b>Senza interventi post</b>	<b>79</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>94</b>	<b>51%</b>
<b>Con interventi post</b>	<b>81</b>	<b>8</b>	<b>-</b>	<b>89</b>	<b>49%</b>
<i>Liquidazione</i>	47	-	-	47	26%
<i>Fallimento</i>	12	3	-	15	8%
<i>Cessata (per fusione)</i>	12	3	-	15	8%
<i>Cessata (post liquidazione)</i>	6	-	-	6	3%
<i>Concordato preventivo</i>	3	1	-	4	2%
<i>Amm.ne straordinaria</i>	1	1	-	2	1%
<b>n.d.</b>	<b>4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4</b>	<b>2%</b>

	Stesso Anno	+1 Anno	+2 anni	+ 3 anni	+4 anni
<b>2007</b>	-	-	1	-	-
<b>2008</b>	-	-	-	-	-
<b>2009</b>	-	11	-	-	6
<b>2010</b>	-	1	1	1	-
<b>2011</b>	1	-	1	-	-
<b>2012</b>	-	-	2	-	-
<b>2013</b>	3	-	-	-	-
<b>2014</b>	1	-	-	-	-
<b>Tot.</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>6</b>

■ Anno secondo Accordo ■ Anno terzo Accordo

- Tra le **187** società del campione, il **12%** ha intrapreso **più di un accordo** di ristrutturazione dei debiti
- Il **42%** delle società (**79 su 187**) **non** ha intrapreso **ulteriori interventi** di composizione della crisi
- Tra gli interventi successivi (**89** società = 49% del campione), i più frequenti sono la **liquidazione (47)**, la **procedura fallimentare (15)** e operazioni straordinarie di **fusione (15)**
- La **maggior parte** degli accordi di ristrutturazione ha un «**secondo giro**» l'**anno successivo** al primo deposito
- Tra il «**secondo**» e il «**terzo giro**» intercorrono **3 anni** per le **6 società** interessate: le stesse società hanno depositato il **secondo accordo 1 anno** dopo il **deposito del primo**
- 11** società su **17** in **seconda ristrutturazione** fanno parte di **4 gruppi**; **6** società nella **terza ristrutturazione** fanno parte di **1 gruppo**

Le 4 n.d. sono Società di persone per le quali non vi è disponibilità di dati

## Andamento del debito pre e post operazione

D/E mediano	t-3	t-2	t-1	t
Costruzioni	2,6x	3,3x	6,1x	6,6x
Immobiliare	9,6x	7,1x	14,4x	14,9x
Manifatturiero	10,3x	10,3x	8,4x	8,0x
Terziario	2,3x	2,6x	3,4x	4,5x
Tot.	4,4x	5,0x	8,2x	7,4x
N° osservazioni	67	67	67	67

D/EBITDA mediano	t-3	t-2	t-1	t
Costruzioni	29,7	37,6	56,5	36,5
Immobiliare	26,6	52,3	37,8	38,6
Manifatturiero	14,0	16,1	26,0	22,6
Terziario	14,0	16,1	26,0	22,6
Tot.	18,5x	21,4x	25,2x	30,1x
N° osservazioni	50	50	50	50

	t+1	
	D/E mediano	D/EBITDA mediano
Costruzioni	3,8	n.s.
Immobiliare	7,9	n.s.
Manifatturiero	7,0	21
Terziario	2,6	15
Tot.	6,7	24
N° osservazioni	46	31

- Sono frequenti casi di **EBITDA** e **Equity negativi**:

N	t-3	t-2	t-1	t
Equity <0	24	52	91	48
EBITDA <0	73	99	121	88

- Anche per le società con **EBITDA positivo** il rapporto di **leva** resta **elevato post ristrutturazione**: questo dato riflette la prevalenza di **interventi di differimento** del pagamento a fronte di una **ridotta esdebitazione**
- Nel sotto-campione di **50** osservazioni disponibili, la **sostenibilità del debito** rimane un punto **critico**: il rapporto **D/EBITDA** rimane **alto**, soprattutto nell'**immobiliare**
- Delle **75** osservazioni disponibili in **t+1**, **29** registrano **Equity <0** e **43** registrano **EBITDA <0**: dai **sotto-campioni** di **46** e **31** osservazioni emerge -seppur **qualitativamente**- uno scarso ricorso all'**esdebitazione**

Campione: 215 accordi. Escluse osservazioni non disponibili, con Equity e EBITDA negativi (rapporto D/E e D/EBITDA non significativi)



## Ristrutturazioni non liquidatorie

Campione con esito favorevole	171
Assenza di interventi successivi	74
Con interventi successivi	97

Accordi omologati senza interventi successivi				
Anno	N°	Sul Tot.	% nel campione	Sul Tot.
2009	7	31	11%	14%
2010	1	23	1%	11%
2011	3	27	4%	13%
2012	6	19	9%	9%
2013	33	60	43%	28%
2014	24	49	32%	23%
Tot.	74	215	100%	100%

Evoluzione CebiScore4	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Azienda 1	Solvibile	Solvibile	Solvibile	Solvibile	Solvibile
Azienda 5	Vulnerabile	Rischio	Solvibile	Solvibile	Solvibile
Azienda 10	n.d.	Vulnerabile	Solvibile	Solvibile	Solvibile
Azienda 11	Rischio	Rischio	Vulnerabile	Vulnerabile	Vulnerabile

- Selezione del campione con esito favorevole: escluse le proposte di accordo ex c.6, le domande a scopo liquidatorio, non omologate o incomplete (n.d.)
- Definizione di esito favorevole:
  - Assenza di interventi successivi: ristrutturazione efficace su base stand-alone
  - Miglioramento dello Score Cerved da t-1 a t e t+1
- Escludendo le operazioni più recenti, i.e. 2013 e 2014, si ottiene un sotto-campione di 17 operazioni
- Tra le suddette operazioni, solo in quattro (ristrutturate tra il 2009 e il 2011) è riscontrabile un miglioramento del CebiScore4 di Cerved, ossia il 2% delle 163 società che hanno intrapreso un accordo di ristrutturazione

Selezione del campione : escluse le proposte di accordo ex c.6, le domande a scopo liquidatorio, non omologate o incomplete (n.d.)

## Interventi nei casi con esito favorevole

- Nei casi con **esito favorevole**, gli **interventi industriali** più frequenti sono **riduzione dell'organico**, **dismissione di assets non strategici** e **riduzione del capitale** circolante
- In **sei** casi vi è un **cambio del CDA** nell'anno precedente all'accordo ex art. 182-*bis* L.F.
- Tra gli **assets** ceduti figurano soprattutto **immobili** e **rami d'azienda** non strategici
- I **write-off** avvengono in **4** casi da parte delle **banche**, in **3** da parte dei **fornitori** e in **1** da parte dei **soci**
- **8** società sono supportate dalle banche con **nuova finanza**
  - **Affidamenti a breve** in **3** casi
  - **Finanziamenti in esecuzione** ex 182 *quater* c.1 in **5** casi
  - **Finanziamenti in funzione** ex 182 *quater* c.2 in **2** casi
- Il **differimento** del **pagamento** dei **debiti bancari** avviene in **7** casi e riguarda **più del 90%** del debito rispettivo (dato **mediano**)

## Conclusioni

- Lo **strumento** è generalmente **poco utilizzato** rispetto alle procedure giudiziali
- I casi sono concentrati in **Tribunali** di **maggiori dimensioni** e per **aziende di medie dimensioni**: nel campione in esame si tratta di **€ 11 mld** di **debiti** e di **€ 6 mld** di **fatturato**
- Le **cause** della **crisi**, come individuate nelle **attestazioni**, risiedono nella maggior parte dei casi in **fattori endogeni** alla società
- I **segnali** di **crisi non** vengono generalmente **identificati in tempo**: già da **t-5** una percentuale **preponderante** di società manifesta **sintomi di vulnerabilità** o di **rischio di insolvenza**
- Esiti: in media il **90%** degli **accordi** viene **omologato** ma **più della metà** delle società esaminate deve intraprendere **altri interventi** per fronteggiare la crisi negli **anni successivi**
- Principale **causa** sottostante alla necessità di **reiterare** la **ristrutturazione** appare nell'**insufficiente incisività** degli **interventi industriali** e **finanziari**
- Nei piani esaminati, risultano del tutto **residuali** gli **interventi** di **governance** che prevedono la **nomina** di **CRO**, il **cambio** del **CDA** e l'ingresso di **nuovi soci** nella compagine societaria
- In particolare l'**esdebitazione** è **ridotta** rispetto al **differimento** del **pagamento** dei **debiti bancari**
- Per i **casi liquidatori** l'**esito positivo** è più **semplice**

## Contatti

### Valter Conca

Professore Associato Dipartimento di Management, Università Bocconi  
Direttore Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita, SDA Bocconi School of Management  
*valter.conca@sdabocconi.it*

### Alessandro Danovi

Professore Associato di Economia e Gestione delle Imprese, Dipartimento di Scienze Aziendali,  
Economiche e Metodi Quantitativi, Università degli Studi di Bergamo  
Direttore Osservatorio Crisi e Risanamento delle Imprese, Università degli Studi di Bergamo  
*alessandro.danovi@unibg.it*

### Luca Riva

Assistente alla ricerca presso Claudio Dematté Research, SDA Bocconi School of Management  
*restructuringlab@sdabocconi.it*

Con il patrocinio di



Ministero dello Sviluppo Economico



Regione  
Lombardia

In collaborazione con



SGARAVATO STUDIO LEGALE TRIBUTARIO  
Associazione Professionale



STUDIO GMR & ASSOCIATI  
DOTTORI COMMERCIALISTI

PROF. AVV. STEFANO AMBROSINI  
STUDIO LEGALE ASSOCIATO