

Riforma legge fallimentare: quali soglie per il regime di allerta?

La recente riforma della Legge Fallimentare, approvata con la legge n. 155/2017 (cd. Legge Rordorf) ha introdotto significative modifiche alla disciplina fallimentare.

Tra le novità più rilevanti della legge fallimentare, l'introduzione di un regime di allerta (cd. *Red flags*) per individuare precocemente situazioni di potenziale crisi e per prevenire casi di default, attraverso una maggiore responsabilizzazione del debitore e degli organi di *governance*.

In particolare, la riforma della legge fallimentare prevede l'introduzione di specifiche procedure di allerta, in presenza di indicatori di crisi, definiti come *"squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario (...) rilevabili attraverso appositi indici (...) nonché l'esistenza di significativi e reiterati ritardi nei pagamenti"*. In questi casi, l'organo di controllo societario deve avvisare l'organo amministrativo ed in caso di necessità informare l'organismo di composizione della crisi (ente chiamato a gestire il superamento della crisi che può sorgere da un organismo di conciliazione delle CCIAA, da un ordine professionale, o da un ente pubblico territoriale iscritto).

La norma rimanda al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti, tenuto conto delle migliori prassi internazionali, per l'elaborazione degli indici in grado di far presumere lo stato di crisi di un'impresa.

Il decreto legislativo in attuazione della legge fallimentare dispone all'articolo 13 commi 4 e 5 che *"gli strumenti di allerta siano applicati ai debitori che svolgono attività imprenditoriale esclusi le grandi imprese, i gruppi di imprese di rilevante dimensione, le società con azioni quotate in mercati regolamentati, o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, le imprese agricole e le imprese minori"*, coinvolgendo l'intera platea di imprese con un fatturato compreso da 0 a 40 milioni. La norma prevede, inoltre, l'attribuzione di valori soglia diversi per le imprese costituite da meno di 2 anni e le start up innovative (art. 13 comma 2).

Su richiesta del Ministero della Giustizia, Cerved ha realizzato un'analisi empirica basata su tutti i bilanci depositati dalle società di capitali, al fine di fornire evidenze quantitative sul numero di imprese che potrebbero essere coinvolte in procedure di allerta. L'analisi si propone di stimare il numero di segnalazioni sull'universo di società che potrebbero essere oggetto della norma sulla base di dati ufficiali e certi di cui è possibile disporre. In quest'ottica, è stato escluso l'utilizzo di altre informazioni, sicuramente predittive (es. dati prospettici, dati sui rapporti bancari, dati sui pagamenti commerciali, ecc.), che potrebbero entrare nella valutazione ma di cui non è possibile disporre in modo sistematico per un'analisi statistica su tutte le imprese italiane.

Gli indicatori di bilancio più predittivi della crisi di impresa

Cerved ha selezionato l'intera base di imprese presenti nei propri database negli anni 2011-2016, per coprire un arco temporale sufficientemente ampio ed ottenere evidenze strutturali e non influenzate dalla congiuntura economica. Sono state selezionate le società di capitale con bilanci che hanno manifestato situazioni di insolvenza nel periodo considerato ed è stato costruito un campione rappresentativo dell'economia italiana, abbinando ad ogni impresa insolvente una gemella in normali condizioni operative (campione bilanciato). Ai fini dell'individuazione degli indicatori più predittivi per la riforma della legge fallimentare, sono stati considerati indici caratterizzati da facilità di calcolo, semplicità interpretativa e significativi delle

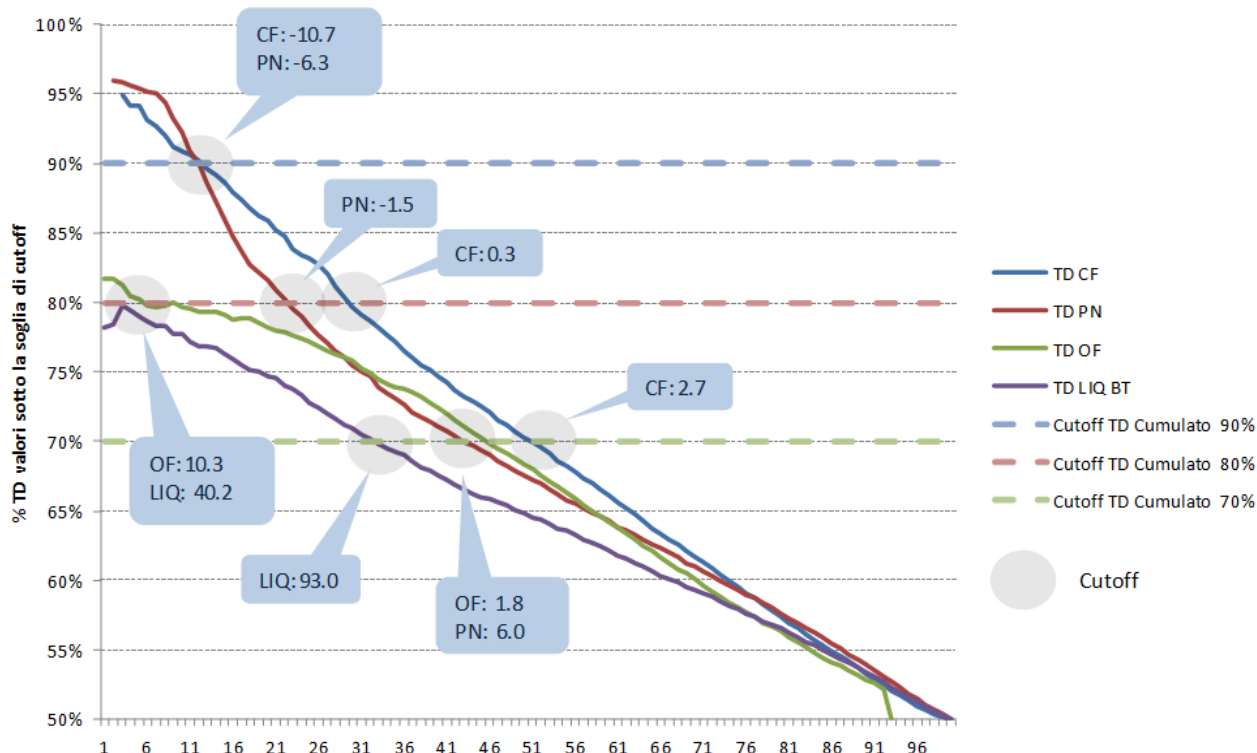
rispettive aree di valutazione: cashflow/attivo nell'area di redditività, patrimonio netto su passivo per la struttura finanziari, oneri finanziari su ricavi per la sostenibilità dei debiti e il current ratio per l'equilibrio finanziario.

Indicatore	Area di Valutazione	Calcolo
Cash Flow / Attivo	Redditività	Capacità dell'impresa di produrre flussi di cassa in rapporto alle attività investite. Valori elevati sono indice di elevata redditività
Patrimonio Netto / Passivo	Struttura Finanziaria	Confronta l'apporto degli azionisti con quello degli altri portatori di interesse (finanziatori, fornitori, dipendenti, Stato,...). Aziende strutturalmente indebitate presentano valori ridotti, non raramente anche negativi
Oneri finanziari / Ricavi	Sostenibilità dei Debiti	Valuta il peso degli oneri finanziari sui ricavi dell'esercizio. Valori elevati sono indice di possibili difficoltà nel sostenere l'indebitamento finanziario
Current Ratio o liquidità corrente	Equilibrio Finanziario	La solvibilità aziendale viene esaminata valutando la correlazione temporale tra attività e passività aventi stessa scadenza. Normalmente si considera equilibrata la situazione in cui le attività sono superiori alle passività e quindi il rapporto è positivo

Sono quindi stati fissati dei *cutoff* associati a tre diversi tassi di default delle aziende (90%, 80%, 70%), rispetto ai quali è possibile identificare dei valori soglia in grado di selezionare cluster di imprese con la stessa probabilità di insolvenza.

Ad esempio, a un tasso di default del 70% corrisponde un valore soglia pari al 2,7% per l'indicatore cashflow/attivo: questo significa che il 70% delle società del campione con un indicatore al di sotto di tale soglia entra in default. Se si alza il tasso di default al 90%, la soglia corrispondente scende al -10,7%: questo significa che il 90% delle società con un rapporto tra cashflow e attivo al di sotto di tale soglia entra in default. Naturalmente utilizzando soglie più stringenti (più alte) per le procedure di *alert* si ridurrebbe il rischio di segnalare società che poi non entreranno in crisi, ma aumenterebbe quello di non segnalare società che poi entreranno in crisi.

Tra i quattro indicatori selezionati, solo per due (*Cash Flow/Attivo* e *Patrimonio Netto/Passivo*) è possibile individuare soglie associate a tassi di default del 90%. Per gli altri due indicatori, meno predittivi, la soglia con maggiore capacità predittiva è costituita da *cutoff* dell'80% di tasso di default.

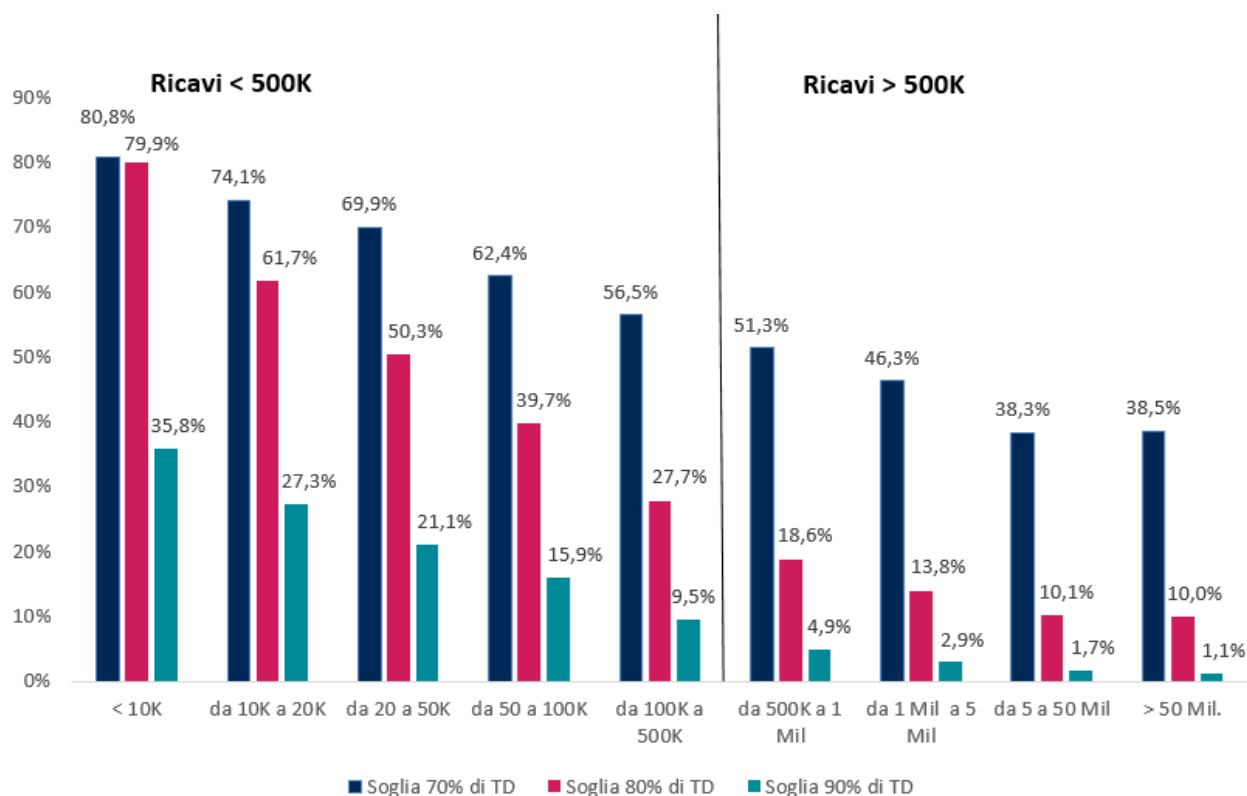


Soglie critiche	Cash Flow /	Patrimonio netto /	Oneri Finanziari /	Liquidità a breve
	Attivo	Passivo	Ricavi	termine
Soglia 70% di TD	2.7	6.0	1.8	93.0
Soglia 80% di TD	0.3	1.5	10.3	40.2
Soglia 90% di TD	-10.7	-6.3		

Quante imprese dovrebbero attivare procedure di allerta in base alle diverse soglie

I valori soglia sono stati applicati a tutte le imprese operative su ultimo bilancio. La popolazione selezionata per l'analisi fa riferimento ai dati di bilancio più recenti (2016 o 2017), escludendo le imprese con attivo e ricavi uguali a zero. Su queste basi, l'analisi è stata condotta su 936.999 imprese.

Il semplice utilizzo di indici di bilancio produrrebbe un numero molto alto di segnalazioni, anche adottando le soglie più stringenti. In base ai dati storici, sarebbero segnalate ben 516 mila società (il 55% del campione) con soglie al 70%, 275 mila con una soglia dell'80% (27,7%) e 91.446 con una soglia del 90% (9,7%).



I risultati sono fortemente differenziati a seconda della dimensione dell'impresa. La relazione tra i fatturati delle aziende ordinati per classe dimensionale¹ (incluso anche le grandi imprese escluse dalla procedura di *alerting*) e la quota di segnalazioni evidenzia un andamento inversamente proporzionale in tutte le soglie di allerta ed evidenzia percentuali di attivazione degli *alert* molto eterogenee. La soglia del 90%, ad esempio, mostra un *range* di variazione delle quote di segnalazione che va dal 35,8% delle imprese della classe dimensionale più piccola (< 10K) all'1,7% delle imprese con fatturato da 5 a 50 milioni di euro. In particolare, dai dati emerge come l'adozione di soglie di allerta uniformi che non discriminano in base alla dimensione delle aziende rischi di incrementare i falsi positivi riguardanti le classi dimensionali più basse, in particolare le micro imprese (fino a 100 mila euro di fatturato), sovrastimando i tassi di insolvenza di queste ultime e finendo, dunque, per non ottimizzare la procedura di *alerting* auspicata dal legislatore.

L'effetto dell'applicazione dei valori soglia è stato quindi approfondito su due segmenti di imprese (con ricavi maggiori o inferiori ai 500 mila euro) e la numerosità delle segnalazioni è stata valutata sulla base di diversi parametri come la dimensione, il comparto di attività e l'età dell'impresa.

¹ Secondo lo schema di decreto legislativo disponibile in attuazione della legge disponibile al momento di redazione del report, indica all'articolo 13 commi 4 e 5 che "gli strumenti di allerta siano applicati ai debitori che svolgono attività imprenditoriale esclusi le grandi imprese, i gruppi di imprese di rilevante dimensione, le società con azioni quotate in mercati regolamentati, o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, le imprese agricole e le imprese minori".

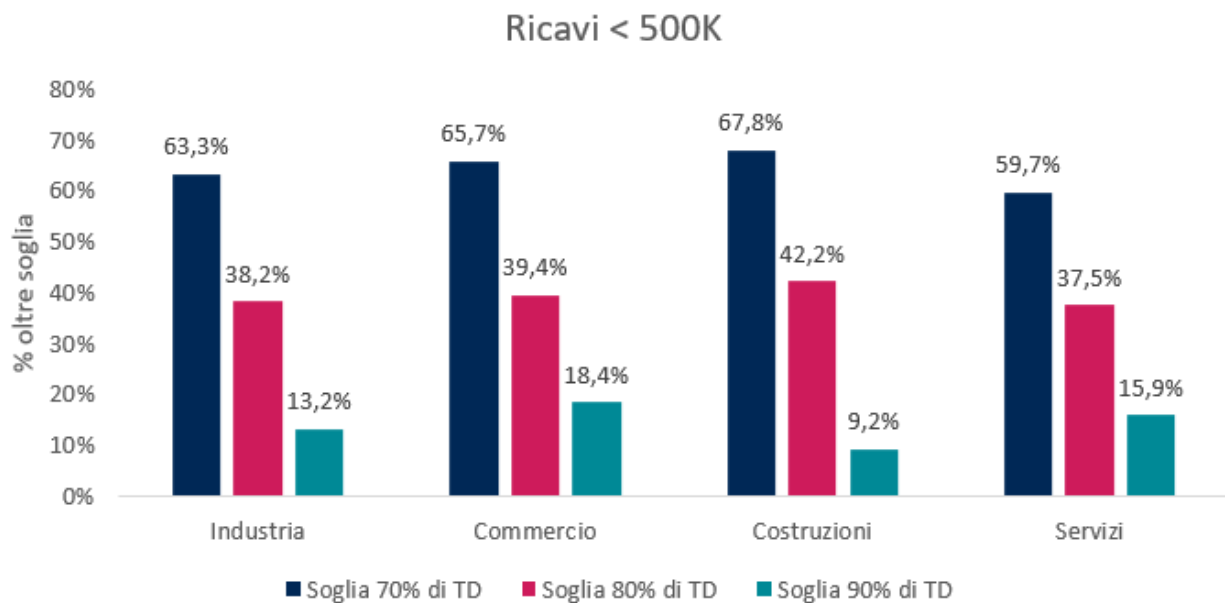
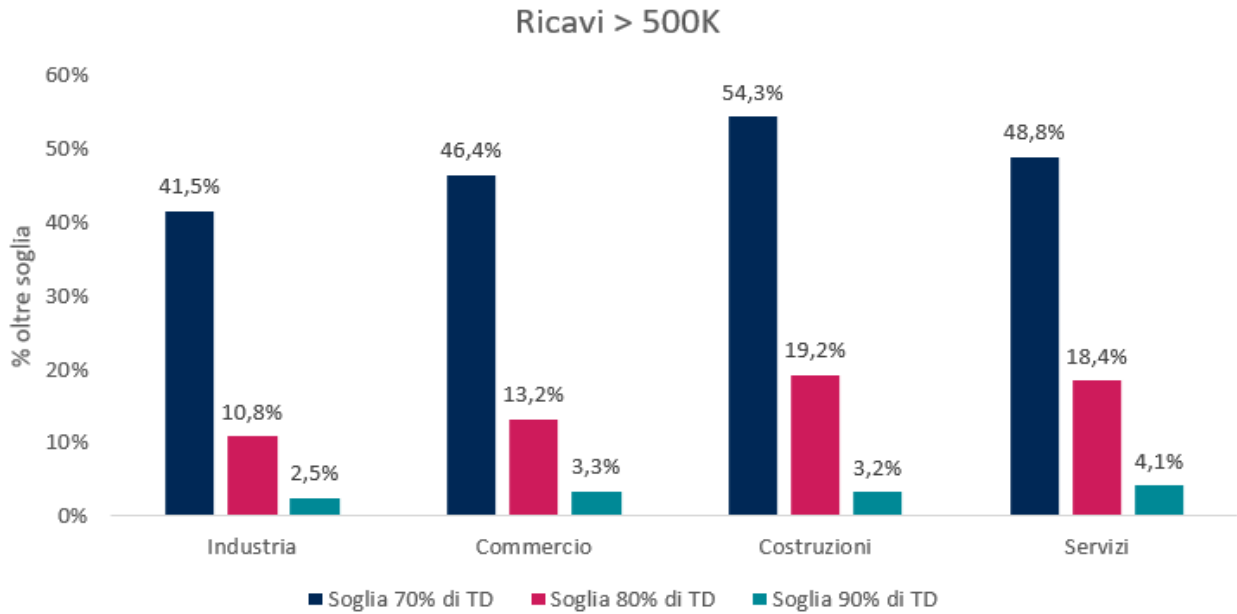
I risultati per le società con più e con meno di 500 mila euro di ricavi

L'adozione di soglie identiche alla popolazione delle imprese italiane produrrebbe effetti molto diversi sulle piccole e sulle grandi imprese. In questo caso l'aspetto dimensionale dell'azienda finirebbe per costituire un fattore discriminante nel determinare la numerosità delle segnalazioni.

In generale, i segnali di allerta individuati sulle imprese maggiori di 500 mila euro, quando applicati al secondo segmento di imprese con fatturato inferiore, si accendono con una frequenza molto più elevata (62% al di sopra della soglia del 70% contro il 46,3%; 38% al di sopra della soglia dell'80% contro il 14,6% e 15% al di sopra della soglia del 90% contro il 3,3%). Una simile dinamica è legata alla diversa morfologia di questo portafoglio, che presenta indici tipicamente più distribuiti verso zone di rischio.

	Ricavi > 500K		Ricavi < 500K	
Soglia di 70% di TD	Numero	%	Numero	%
sotto soglia	227.018	53.7	193.085	37.6
sopra soglia	196.140	46.3	329.756	62.4
Totale	423.158	100.0	513.841	100.0
Soglia di 80% di TD	Numero	%	Numero	%
sotto soglia	361.302	85.4	316.117	61.5
sopra soglia	61.856	14.6	197.724	38.5
Totale	423.158	100.0	513.841	100.0
Soglia di 90% di TD	Numero	%	Numero	%
sotto soglia	409.235	96.7	436.368	84.9
sopra soglia	13.923	3.3	77.473	15.1
Totale	423.158	100.0	513.841	100.0

Spostando l'analisi sul comparto di attività delle imprese e mantenendo la distinzione nei due segmenti dimensionali definiti in precedenza (ricavi maggiori o minori di 500K), è possibile osservare come le quote di *alert* stimati nel segmento di imprese più piccole continuano ad evidenziare valori più elevati in tutti i settori e per tutte le soglie. In entrambi i segmenti della popolazione, le costruzioni risultano essere il settore con la maggiore incidenza di segnalazioni per le soglie di allerta del 70% e dell'80%, mentre i servizi prevalgono nella soglia del 90%. Questo dato segnala che le imprese operanti nel comparto edilizio presentano situazioni di relativa vulnerabilità negli indicatori di sostenibilità dei debiti ed equilibrio finanziario (*Oneri Finanziari/Ricavi* e *Liquidità Corrente*) che non dispongono di *cutoff* del 90%.

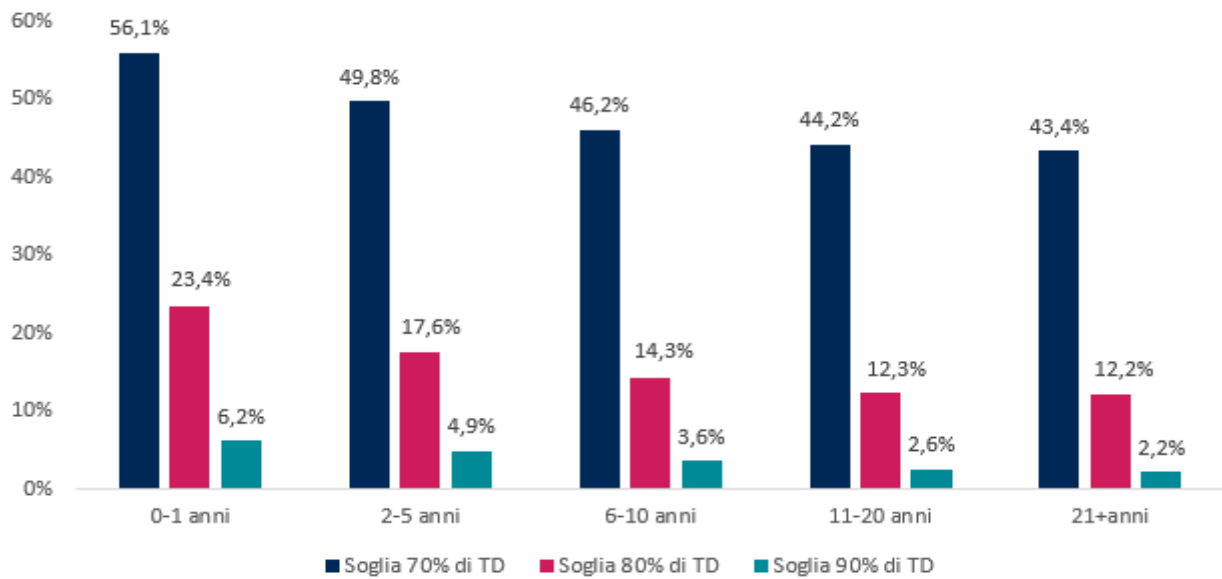


Concentrandosi sulla distribuzione delle segnalazioni per categoria di età delle imprese, applicando soglie di allerta uniformi emerge che le newco e le imprese più giovani risultano le più propense a ricevere segnalazioni. In particolare, applicando un *cutoff* del 90% il segnale per le imprese con età inferiore a 5 anni² si accende più del doppio delle volte rispetto alle imprese con età superiore ai 21 anni (6,2% per newco e 4,9% per le giovani da 2 a 5 anni contro il 2,2% di segnalate per le imprese con oltre 20 anni di attività). Il segmento di imprese con ricavi inferiori a 500 mila euro conferma, ancora una volta, percentuali decisamente più elevate di *alert* per tutte le categorie prese in

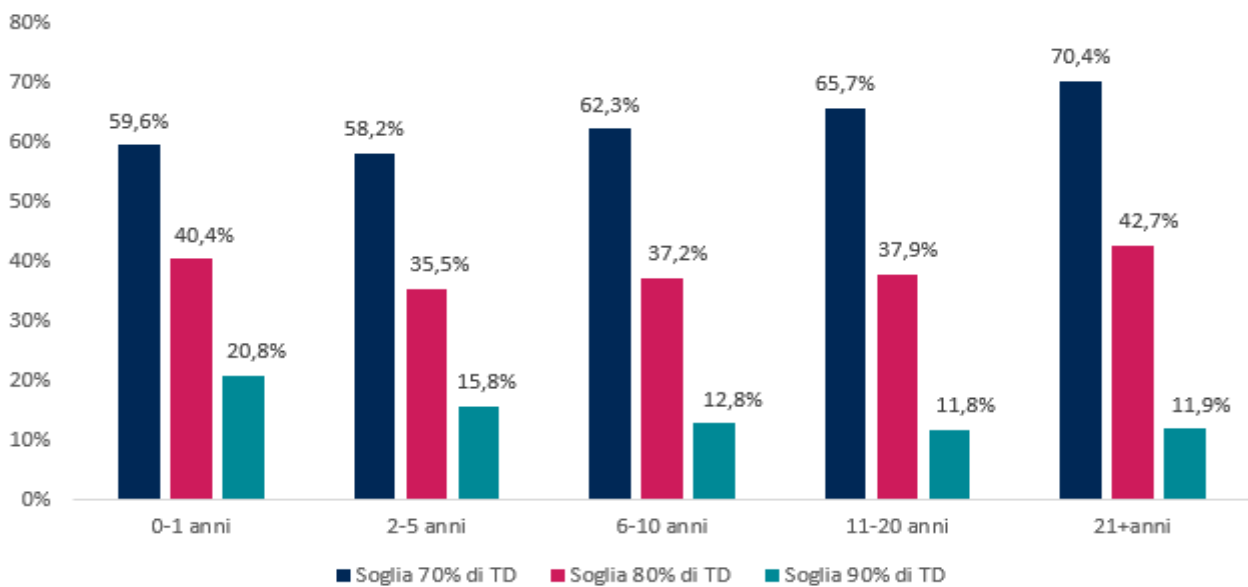
² Lo schema di decreto legislativo disponibile al momento di redazione del report prevede l'attribuzione di valori soglia diversi per le imprese costituite da meno di 2 anni e le start up innovative (art. 13 comma 2)

considerazione. Questi risultati sembrano quindi supportare la decisione di introdurre soglie di allerta distinte per le newco e le imprese giovani.

Ricavi > 500K



Ricavi < 500 K



Usare combinazioni di più indici renderebbe i sistemi di allerta più efficienti

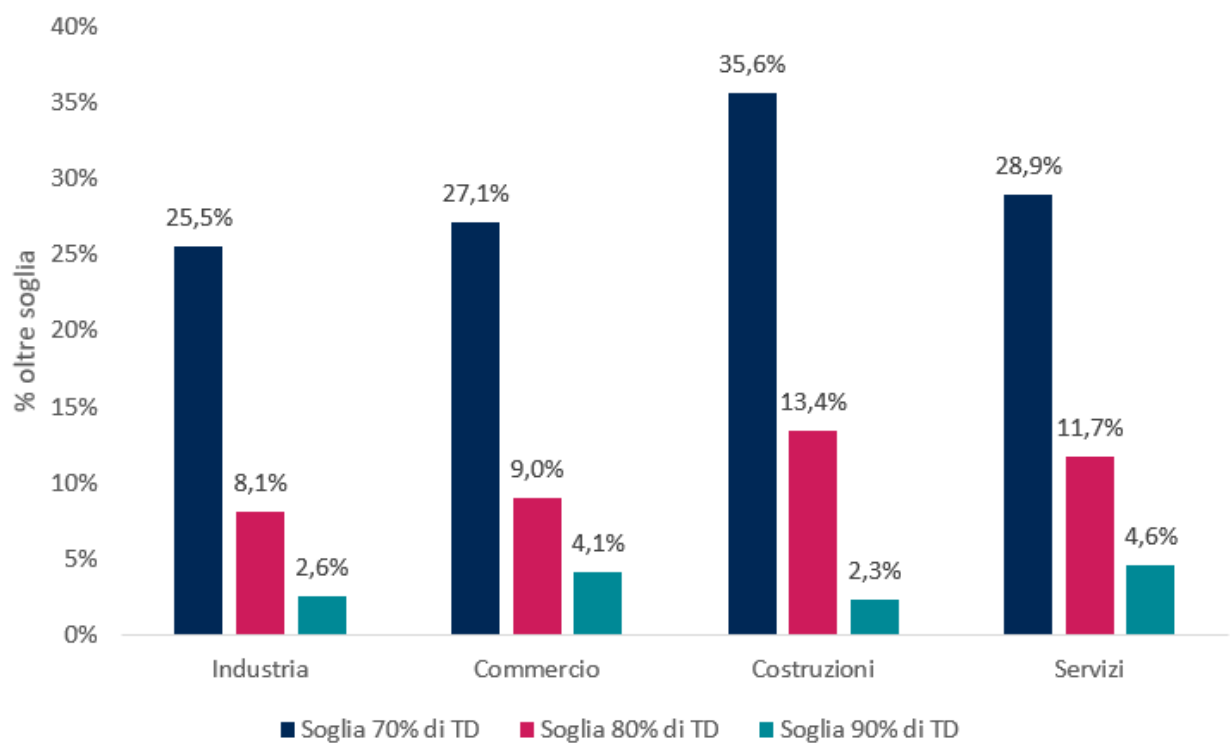
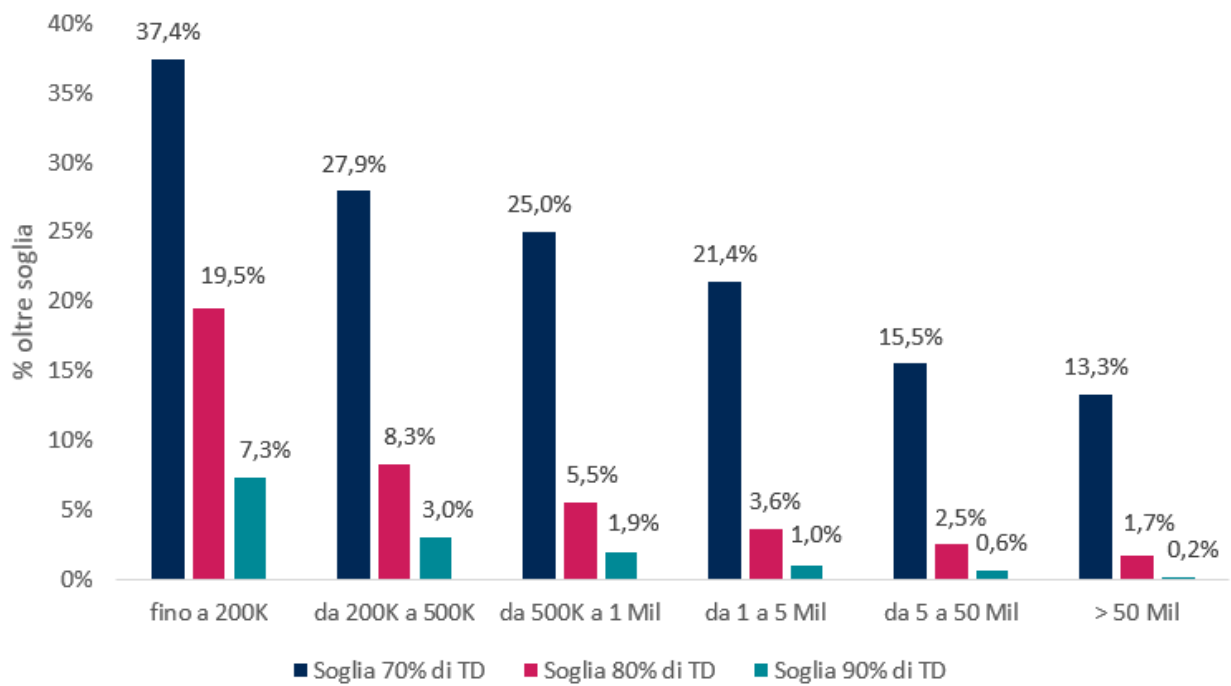
Il semplice utilizzo di indici di bilancio avrebbe il difetto di attivare un numero molto elevato di segnalazioni, specialmente nel caso delle imprese di minore dimensione. Anche con soglie più stringenti (probabilità di default al 90%) i numeri sarebbero elevati, con il rischio di mancate segnalazioni per società comunque rischiose, con indici a ridosso di tali soglie.

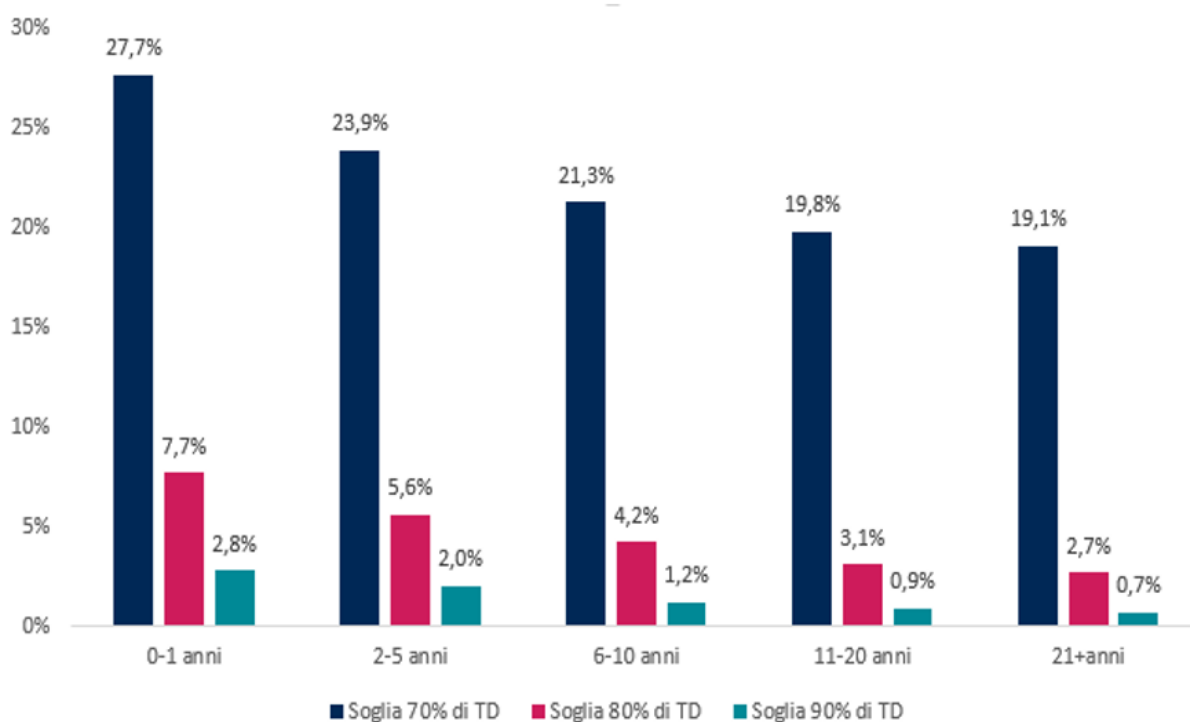
Una combinazione di due o più indicatori per l'attivazione dei segnali di allerta renderebbe molto più efficiente il processo di *alert*. Ad esempio, considerando il totale della popolazione di imprese, l'utilizzo di due segnali di *alerting* in contemporanea (cioè attivando segnalazioni solo nel caso in cui un'impresa superi almeno due dei quattro indicatori considerati) determinerebbe una numerosità di segnalazioni del 28% associata a una TD del 70% (contro il 56% con un approccio non combinato), una segnalazione del 10% associata ad una soglia di TD dell'80% (contro il 29,8%), una segnalazione di solo il 3,8% con una soglia TD del 90% (contro il 9,8%).

Soglia di 70% di TD	Numero	%
sotto soglia	671.532	71.7
sopra soglia	265.467	28.3
Totale	936.999	100.0
Soglia di 80% di TD	Numero	%
sotto soglia	839.694	89.6
sopra soglia	97.305	10.4
Totale	936.999	100.0
Soglia di 90% di TD	Numero	%
sotto soglia	901.851	96.2
sopra soglia	35.148	3.8
Totale	936.999	100.0

La riduzione della numerosità degli *alert* si conferma anche in relazione alle diverse classi dimensionali. L'elemento dimensionale continuerebbe comunque ad avere una forte influenza, nel caso in cui si scegliessero delle soglie omogenee per tutte le fasce dimensionali.

Nelle distribuzioni di frequenza per settore e per età si può notare una riduzione generalizzata della quota di segnalazioni per ognuna delle categorie analizzate. In termini settoriali, le costruzioni risultano ancora essere il settore più segnalato fino alla soglia dell'80%, mentre prevale il settore dei servizi considerando i *cutoff* del 90%. In termini di età dell'impresa, le newco e le giovani continuano ad avere quote di segnalazioni superiori al doppio di quelle in attività da più di 20 anni.





Conclusioni

Nell'ambito della nuova legge fallimentare, la scelta di indicatori predittivi e delle relative soglie è un aspetto tecnico di grande importanza perché i sistemi di alert introdotti dalla nuova legge possano funzionare correttamente.

Cerved, su richiesta del Ministero di Grazie e Giustizia, ha individuato una serie di indicatori di bilancio che – utilizzati individualmente – risultano altamente predittivi di una crisi di impresa: cashflow/attivo nell'area di redditività, patrimonio netto su passivo per la struttura finanziari, oneri finanziari su ricavi per la sostenibilità dei debiti e il current ratio per l'equilibrio finanziario.

Per questi quattro indicatori, sono state calcolate delle soglie associate a tassi di default del 70%, dell'80%, e del 90%, osservati su un campione molto esteso di osservazioni. Sulla base di queste soglie, è stato individuato il numero di società per cui andrebbero attivati le procedure di allerta.

Il numero di segnalazioni sarebbe molto elevato, con ben 526 mila società per un tasso di default del 70%, di 275 mila con una soglia dell'80% e 91 mila con una soglia del 90% (9,8%). Un numero così elevato di imprese sopra soglia si tradurrebbe in un carico di lavoro significativo per gli organismi di composizione della crisi.

Soglie più stringenti ridurrebbero il numero di segnalazioni, ma al costo di rischiare di escludere dalla platea di imprese segnalate un numero non trascurabile di aziende rischiose.

L'analisi dimostra anche che la previsione di criteri combinati, per cui sarebbe necessario superare due o più soglie per attivare la procedura di allerta, migliorerebbe l'efficienza del sistema di allerta, riducendo simultaneamente errori del primo e del secondo tipo. In base ai dati, combinando due

soli degli indici considerati, il numero di società segnalate scenderebbe da 526 mila a 266 mila con un tasso di default del 70%, da 275 mila a 97 mila con un tasso di default dell'80% e da 91 mila a 35 mila con un tasso del 90%. La più recente formulazione della norma, che prevede che gli indici debbano essere "valutati unitariamente" va nella giusta direzione.

L'analisi per la riforma della legge fallimentare ha anche evidenziato che, nel caso in cui non si sceglieranno soglie differenziate per fascia dimensionale o per età dell'impresa, ad essere segnalate sarebbero soprattutto le imprese più piccole o più giovani, per loro natura più vulnerabili in termini di struttura finanziaria. Questo sarebbe vero sia utilizzando individualmente gli indici sia, in misura minore, utilizzando combinazioni di due o più indici.

Il presente esercizio è stato sviluppato nella prospettiva di fornire indirizzi operativi fondati su basi empiriche solide e rappresentative dell'intera popolazione di imprese, nella consapevolezza che esistono altri segnali altamente predittivi della crisi di impresa ricavabili da fonti alternative che per diverse ragioni non sono state utilizzate in questa sede (dati non disponibili per tutte le imprese, dati non ufficiali, ecc.). Tuttavia, l'approccio adottato può essere integrato ed esteso facendo riferimento ad altri indici. Riteniamo che l'utilizzo congiunto di queste informazioni sia la strada per ridurre al minimo i falsi segnali di allarme aumentando allo stesso tempo l'accuratezza dell'analisi.