
CONCLUSIONI

La ricerca di un'efficace soluzione al problema della corretta misurazione del rischio di credito rappresenta un tema che, specialmente negli ultimi anni, ha ricoperto una notevole rilevanza nell'ambito professionale ed accademico. In particolare, la crescente concorrenza che caratterizza il mondo bancario ed il ruolo centrale che il Comitato di Basilea ha recentemente affidato ad una valutazione oggettiva dei singoli affidamenti, hanno messo in evidenza la necessità per le banche di implementare un sistema di selezione e controllo del portafoglio crediti che sia efficiente in termini di oggettività del giudizio e di costi operativi, e che massimizzi contestualmente l'efficacia di individuazione tempestiva di una situazione di dissesto. In questo contesto l'interesse si è rivolto verso l'impiego di modelli quantitativi di previsione delle insolvenze, in grado di analizzare velocemente nuova informazione e mantenere un costante controllo delle posizioni in essere applicando in ogni caso un identico metro di giudizio.

Questo obiettivo ha trovato a proprio supporto, ed ha a sua volta favorito, la presenza di un'ampia e fiorente letteratura che tuttavia, benché analizzi approfonditamente le singole parti costituenti un modello di previsione – quali la metodologia di analisi e le tipologie di variabili impiegate – ha registrato una grande differenziazione dei risultati, impedendo di giungere ad una comune soluzione. Indipendentemente dalla complessità del processo di fallimento, la ragione di una così forte polverizzazione è sostanzialmente determinata dall'approccio marcatamente empirico seguito dalla quasi totalità degli autori. La mancanza di uno schema teorico a guida della ricerca ha infatti portato ad impiegare sempre più frequentemente metodologie di selezione delle variabili basate su semplici considerazioni di tipo statistico e tarate su un obiettivo di massimizzazione delle performance complessive dei modelli. L'attenzione prettamente applicativa e la mancanza di un intento di analisi e comprensione del fenomeno sottostante ha quindi portato ad un generale impoverimento degli studi ed alla perdita di una visione generale del problema, mancando di fornire, in questo modo, i punti di riferimento fondamentali per orientarsi verso una struttura di modello ottimale.

Sulla base delle problematiche e delle necessità rilevate da un'analisi della letteratura, questo studio si è quindi posto l'obiettivo di analizzare il fenomeno del fallimento nel contesto italiano, con la consapevolezza che uno studio sulla base di più solide considerazioni di ordine logico-economico possa fornire, oltre ad un interesse di carattere accademico, utili indicazioni per la costruzione di modelli di previsione maggiormente efficaci e stabili.

L'analisi è stata condotta su un campione costituito da oltre 7.000 società di capitali italiane di cui oltre 1.000 entrate in una procedura concorsuale negli anni 2003 o 2004. Questo ha permesso, in primo luogo, di avere a disposizione un insieme piuttosto ampio di osservazioni – difficilmente riscontrabile in questo tipo di letteratura – in grado di fornire una più ampia potenzialità di analisi ed una maggiore attendibilità dei risultati ottenuti; in secondo luogo, la base da cui sono state estratte le imprese insolventi – ricavata da una lista completa delle società di capitali italiane sottoposte a procedura concorsuale nei due anni di riferimento²⁸² – ha permesso di delineare una mappa dell'incidenza del fallimento in Italia, consentendo in questo modo di estrarne un campione pienamente rappresentativo della popolazione di riferimento, stratificato per settore di attività economica e area geografica. Questa procedura dovrebbe andare a vantaggio dello studio del fenomeno, favorendo, al pari della finalità previsiva, una più corretta interpretazione dei risultati raggiunti. Il *data set* è stato quindi analizzato mediante l'impiego della *logit analysis*, preferita ad altre tecniche di stima per la maggiore robustezza dimostrata in letteratura e per la capacità di fornire una differenziazione del rischio attraverso la stima della probabilità che si verifichi una situazione di crisi.

I risultati ottenuti sottolineano la centralità degli indicatori di bilancio quali efficaci sintomi dello stato di salute di un'impresa. In particolare, impiegando una lista di indicatori a copertura delle principali aree aziendali, emerge chiaramente come il livello e la sostenibilità del debito, associati specialmente ad una scarsa patrimonializzazione, rappresentino i principali elementi sintomatici di uno stato di dissesto, ai quali è necessariamente legata la capacità della gestione operativa dell'impresa di registrare risultati positivi e sufficienti a sostenerne l'indebitamento. Al contrario di quanto atteso, invece, i flussi di cassa non si dimostrano essere un efficace sostituto "dinamico" della redditività; questo risultato, tuttavia, non sembra essere in contrasto con l'intuizione comune che, sebbene sottolinei l'importanza di tale grandezza nella descrizione della

²⁸² La lista è stata ottenuta elaborando i nominativi estratti dalla banca dati di Infocamere.

capacità dell'impresa di tradurre la propria redditività in flussi monetari in ingresso, è consapevole dell'erraticità tipica dei suoi valori, che li rendono di fatto meno affidabili in un loro impiego a livello quantitativo. Infine, i risultati inerenti la composizione e gestione del capitale investito confermano quanto già rilevato in letteratura relativamente alla difficoltà di tale dimensione di fornire un chiaro segnale di difficoltà dell'impresa.

I valori degli indicatori di bilancio non sembrano, inoltre, subire l'effetto di significative differenziazioni settoriali. La loro sostituzione con indici relativi – calcolati come scarto dalla mediana del settore – non apporta infatti alcun incremento di performance ai modelli ed il loro impatto sulla probabilità di *default* dell'impresa non si discosta significativamente da quanto precedentemente individuato. Questo indicherebbe quindi una sufficiente differenziazione dei valori di bilancio tradizionalmente calcolati, che permetterebbero di incorporare al loro interno possibili effetti di settorialità.

A completamento dello spettro informativo ed in ragione delle possibili problematiche inerenti gli indicatori di bilancio – principalmente legate alla loro manipolabilità – è stato valutato l'effetto che variabili di tipo non finanziario sono in grado di apportare all'efficacia dei modelli ed all'interpretazione del fenomeno. Si è registrato, in modo particolare, un forte effetto dell'anzianità dell'impresa a riduzione della probabilità di fallimento, con un impatto che diventa sempre più marcato al progressivo consolidamento dell'attività. Si evidenzia, soprattutto, come il periodo dove si concentrano i maggiori rischi sia quello dei primi dieci anni di vita, ovvero quello in cui si svolge la fase determinante di crescita e consolidamento dell'attività. Questo risultato giustifica, inoltre, la mancanza di significatività che il fattore dimensionale ha riscontrato, che non si delineerebbe quindi quale elemento di per sé identificativo di una maggiore rischiosità, quanto piuttosto condizione che accompagna il naturale processo di consolidamento aziendale.

Le soddisfacenti performance *in e out of sample* registrate da questi risultati, relativi a modelli applicati a dati senza alcun tipo di differenziazione per settori, sono incoraggianti: esse sembrano, infatti, suggerire l'esistenza di percorsi di dissesto relativamente omogenei che renderebbero quindi sufficientemente efficace e stabile nel tempo l'impiego di modelli di portata generale. È tuttavia ragionevole ritenere che la tipologia di attività economica influenzi le caratteristiche del dissesto, portando a delineare specifici percorsi di fallimento. Sulla base di questa considerazione è stata quindi stimata una serie di modelli settoriali, differenziati per macrocategorie di attività produttiva –

industria in senso lato, edilizia e costruzioni, commercio e servizi. I modelli ottenuti evidenziano come, sebbene la struttura generale si mantenga inalterata rispetto ai modelli precedentemente stimati – a conferma della validità delle considerazioni finora effettuate – acquistino maggiore rilevanza nuove tipologie di indicatori, a dimostrazione dell’effetto dell’appartenenza settoriale sulla dinamica aziendale. Inoltre, la maggiore chiarezza interpretativa che si ottiene dalla stima di modelli specifici si riflette in una loro performance congiunta superiore a quanto registrato dal modello generale, sottolineando quindi la possibilità di trarre vantaggio dall’applicazione di modelli di previsione tarati su sottocampioni di dati più omogenei.

Benché la definizione di fallimento utilizzata nel presente studio – costituita dall’ingresso della società in una procedura concorsuale – rappresenti solamente una manifestazione esterna di insolvenza e non si possa quindi calare perfettamente in un contesto *Basel compliant*, è tuttavia ragionevole ritenere che i risultati riscontrati forniscano utili indicazioni in tal senso e suggeriscano, inoltre, l’utilità rappresentata dall’impiego di modelli quantitativi di previsione delle insolvenze. In questa direzione, infatti, l’oggettività del giudizio, il basso costo e la velocità di impiego li delineano come strumenti estremamente efficaci per il *monitoring* di un ampio aggregato di crediti. Tuttavia, al di là di un semplice obiettivo di selezione e controllo degli affidamenti, l’impiego di modelli di previsione offre ampie prospettive per una loro efficace applicazione in numerosi contesti, che possono spaziare da un obiettivo di diversificazione di portafoglio ad un efficace contributo nella determinazione della struttura finanziaria ottimale a livello di singola impresa. Inoltre, l’impiego di una metodologia formalizzata in grado di valutare in modo più preciso l’entità del rischio assunto permette, nel rispetto dell’obiettivo dei nuovi criteri di Basilea 2, una migliore procedura di *pricing* del credito, aprendo la strada ad un suo impiego all’interno degli strumenti di cartolarizzazione dei finanziamenti alle PMI.

A fronte degli indubbi vantaggi che una metodologia quantitativa mette a disposizione, non è tuttavia pensabile che i modelli di previsione delle insolvenze siano in grado di sostituire completamente la capacità e l’esperienza soggettive degli analisti. I limiti della significatività statistica su cui basano le proprie valutazioni e la struttura rigida del metro di giudizio non sono infatti in grado di cogliere ed elaborare correttamente tutta l’informazione rilevante per l’analisi delle particolarità e delle problematiche che si possono presentare nella valutazione delle singole posizioni. La ricerca, comunque, mostra

in questa direzione ampie prospettive di miglioramento: una prima via di sviluppo si è già manifestata in letteratura con una progressiva integrazione all'interno dei modelli delle diverse tipologie di indicatori – di bilancio, qualitative, derivate dalle informazioni di Centrale dei Rischi per citarne alcune – finora analizzate quasi esclusivamente in modo separato. Il forte impatto dell'età sulle performance dei modelli presentati in questo studio e l'efficacia dei dati di Centrale dei Rischi riportati da Barontini (2000) forniscono, ad esempio, un riscontro per il caso italiano di come l'ampliamento dello spettro informativo costituisca un elemento rilevante a miglioramento delle performance e della stabilità dei modelli. Tuttavia, gli spunti di ricerca più interessanti sono forniti dai positivi risultati che hanno dimostrato di avere i modelli settoriali. Questi forniscono, in particolare, un ottimo spunto di ricerca ai fini di un futuro approfondimento del lavoro fin qui svolto; la mancanza di un numero sufficiente di osservazioni ha infatti costretto a limitare la stima settoriale a macroaggregati di attività e non ha permesso la validazione dei risultati su un campione *hold-out*. La prospettiva di un ampliamento della base di osservazione con l'inserimento di nuovi casi di insolvenza concede, in questo senso, la possibilità di dare maggiore valenza alle indicazioni finora tratte, fornendo risultati più precisi sia in termini di capacità previsiva, sia per quanto concerne la comprensione del fenomeno.

