



FALLIMENTI D'IMPRESA IN EPOCA COVID

SILVIA GIACOMELLI, SAURO MOCETTI E GIACOMO RODANO¹

Sin dall'inizio della crisi economica determinata dalla pandemia, si è diffuso il timore che essa avrebbe determinato un'ondata di fallimenti d'impresa. Tale timore ha portato all'adozione di un vasto insieme di misure di sostegno alle imprese che si sono affiancate a interventi volti a «congelare» i fallimenti. Il lavoro fornisce una stima della relazione tra fallimenti e ciclo economico e formula una previsione circa la loro possibile evoluzione nell'immediato futuro. Secondo le nostre stime, la forte contrazione del PIL registrata nel 2020 porterà a un aumento di circa 2.800 fallimenti entro il 2022. A questi potrebbero aggiungersi altri 3.700 fallimenti «mancanti» del 2020 che non si sono realizzati per gli effetti temporanei della moratoria e delle misure di sostegno. Tali previsioni vanno interpretate con cautela: da un lato, potrebbero essere sottostimate, nella misura in cui la caduta eccezionale del PIL comporterà un aumento maggiore di fallimenti rispetto a quanto stimato da precedenti fasi recessive; dall'altro lato, potrebbero essere sovrastimate se le misure di sostegno adottate e l'intensità della ripresa economica saranno capaci di aiutare le imprese a fronteggiare la difficile fase congiunturale.

1. Introduzione

Sin dall'inizio della crisi economica determinata dalla pandemia, si è diffuso il timore che essa avrebbe determinato un'ondata di fallimenti e di chiusure. Tale timore ha portato all'adozione di un vasto insieme di misure di sostegno alle imprese sia in forma diretta, quali quelle finalizzate a ridurre l'impatto della crisi sul conto economico e sul fabbisogno di liquidità (ad esempio, i contributi a fondo perduto e le moratorie sui prestiti), sia tramite il settore bancario attraverso la previsione di schemi di garanzia pubblica sui prestiti. A queste misure economiche, si sono accompagnati interventi sul quadro giuridico finalizzati a «disattivare» alcune disposizioni che hanno la funzione di proteggere i creditori, ma che nell'attuale congiuntura avrebbero potuto portare alla liquidazione o al fallimento imprese altrimenti sane. Rientrano tra queste misure, ad

¹ Banca d'Italia, Servizio Struttura economica, Divisione Economia e diritto. Le opinioni espresse sono personali e non riflettono necessariamente la posizione della Banca d'Italia.

esempio, la sospensione delle norme di diritto societario sulla necessità di ricapitalizzare pena lo scioglimento della società e, soprattutto, le moratorie sui fallimenti.

Le evidenze disponibili indicano che le misure economiche di sostegno alle imprese hanno ridotto in misura significativa l'impatto della crisi². Tuttavia, l'incertezza sulle prospettive economiche, l'aumento dell'indebitamento delle imprese e l'indebolimento patrimoniale nel frattempo intervenuti sollevano l'interrogativo di come si evolveranno i fallimenti nei prossimi mesi, quando saranno «ritirate» le misure di sostegno ed emergeranno i fallimenti «congelati».

In questa nota si fornisce una stima della relazione tra fallimenti e ciclo economico, si descrive l'andamento dei fallimenti nel 2020 e si formula una previsione circa la loro possibile evoluzione nell'immediato futuro, anche con l'obiettivo di evidenziare i rischi di congestione nei tribunali per queste procedure.

I risultati indicano che al calo del PIL è associato un aumento significativo dei fallimenti sia nell'anno in cui si registra la caduta sia nei due anni successivi (le elasticità stimate sono pari rispettivamente a 1,25, 0,65 e 0,92). Sulla base di queste stime una flessione del PIL del 9 per cento, come quella prevista da Banca d'Italia per il 2020³, porterebbe a un aumento dei fallimenti di circa 2.800 entro il 2022 (rispetto ai circa 11.000 registrati nel 2019).

A fronte di tali valutazioni, nel 2020 il numero di fallimenti è, al contrario, diminuito di circa un terzo rispetto al 2019. Nella nostra interpretazione il minore numero di fallimenti (fallimenti «mancanti») dipende da due fattori. In primo luogo, vi hanno contribuito la moratoria sui fallimenti (in vigore da inizio marzo a fine giugno) e il rallentamento generale dell'attività nei tribunali in conseguenza delle misure di contenimento della pandemia. In secondo luogo, alcune delle imprese già in difficoltà prima della pandemia, e che presumibilmente sarebbero fallite in corso d'anno, potrebbero essere sopravvissute grazie alle misure di sostegno economico. Tuttavia qualora le difficoltà di tali imprese abbiano natura strutturale è possibile che si tratti solo di fallimenti rimandati nel tempo.

Sulla base delle stime dell'elasticità dei fallimenti al ciclo economico e ipotizzando che quelli «mancanti» del 2020 riemergeranno nei prossimi mesi, il numero dei fallimenti potrebbe aumentare di circa 6.500 casi (quasi il 60 per cento di quelli registrati nel 2019) entro il 2022, di cui una parte preponderante già nel 2021.

Tali stime vanno, ovviamente, interpretate con grande cautela a causa della difficoltà di estrapolare le regolarità storiche a una fase congiunturale straordinaria come quella del 2020. Da un lato, l'elasticità dei fallimenti al ciclo economico potrebbe essere sottostimata per la presenza di non-linearità dovute alla caduta eccezionale del PIL.

² Cfr. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette e G. Viggiano, *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, Banca d'Italia, Note Covid-19 e T. Orlando e G. Rodano, *Firm under-capitalization in Italy: corporate crisis and survival before and after Covid-19*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e finanza, di prossima pubblicazione.

³ Cfr. Banca d'Italia, [Proiezioni macroeconomiche per l'Italia](#), dicembre 2020.

Dall'altro lato, l'elasticità potrebbe essere sovrastimata perché non tiene conto degli interventi del governo volti a fronteggiare le difficoltà delle imprese o della possibilità che vengano mobilitate risorse private superiori a quello che normalmente avviene. Infine, le stime non tengono conto di meccanismi di aggiustamento e di potenziali esternalità che lo shock economico in un'area potrebbe produrre su altre aree ad essa connesse attraverso relazioni produttive.

2. Gli effetti della crisi sulla dinamica dei fallimenti

2.1 Dati e strategia empirica

I fallimenti rappresentano un sottoinsieme di un fenomeno più ampio che è quello dell'uscita dal mercato delle imprese. Solo le imprese che soddisfano alcuni criteri dimensionali sono, infatti, «fallibili», vale a dire soggette alla disciplina delle procedure concorsuali⁴. Secondo nostre elaborazioni sui dati di bilancio di tutte le società di capitali, le società fallibili sono circa il 76 per cento del totale e incidono per la quasi totalità del valore aggiunto prodotto⁵. Proprio per la dimensione delle imprese coinvolte e per gli effetti sui creditori, il fallimento delle imprese ha riflessi sul sistema produttivo e finanziario significativamente superiori a quelli di una liquidazione volontaria o di altre modalità di uscita dal mercato.

La questione è particolarmente rilevante per il nostro Paese date le note disfunzioni del sistema di gestione delle crisi d'impresa e delle insolvenze. Le procedure fallimentari hanno durate molto elevate – la durata media dei fallimenti chiusi nel 2019 era pari a 7,5 anni⁶ – e consentono recuperi ridotti ai creditori, in particolare a quelli non garantiti⁷. Il ricorso agli strumenti di ristrutturazione è limitato e raramente conduce al risanamento delle imprese⁸. Le difficoltà di gestione delle procedure concorsuali potrebbero aumentare nel caso si verifici un considerevole incremento del loro numero, con ricadute negative

⁴ Sono soggette al fallimento le imprese che esercitano un'attività commerciale, esclusi gli enti pubblici, e che soddisfano alcuni criteri dimensionali. In particolare, sono esclusi dalle disposizioni sul fallimento gli imprenditori che dimostrino il possesso congiunto dei seguenti requisiti: *a)* aver avuto, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore a trecentomila euro; *b)* aver realizzato nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, ricavi lordi per un ammontare complessivo annuo non superiore a duecentomila euro; *c)* avere un ammontare di debiti anche non scaduti non superiore a cinquecentomila euro.

⁵ Per mancanza di dati, non è possibile calcolare l'incidenza delle imprese fallibili per le imprese diverse dalle società di capitali. Per queste tale incidenza è sicuramente inferiore, essendo caratterizzate da una minore dimensione rispetto alle società di capitali.

⁶ Ministero della Giustizia, [Statistiche giudiziarie](#).

⁷ European Banking Authority (2020), [Report on the benchmarking of national loan enforcement frameworks](#).

⁸ Danovi, A., I. Donati, I. Forestieri, T. Orlando e A. Zorzi (2020), [Business continuity in times of distress: debt restructuring agreements and compositions with creditors in Italy](#), Banca d'Italia, Questioni di Economia e finanza n. 574.

sul sistema produttivo e sulla stabilità finanziaria.

Per stimare la relazione tra fallimenti e ciclo economico si utilizzano dati aggregati a livello di tribunale, corrispondenti a una partizione del territorio in 140 aree⁹. I dati sui fallimenti sono raccolti dal Ministero della Giustizia mentre i dati sul ciclo economico provengono dai conti economici territoriali dell'ISTAT. Questi ultimi sono disponibili su base provinciale e sono stati riproporzionati alle 140 aree corrispondenti ai bacini di utenza dei tribunali¹⁰. I dati sui fallimenti sono disponibili per il periodo 2007-2019 mentre quelli dei conti territoriali hanno una maggiore profondità storica ma sono disponibili solo fino al 2017. Con riferimento alla strategia empirica, si utilizzano modelli panel con effetti fissi e si adottano sia approcci statici sia dinamici, per tenere conto di effetti ritardati nel tempo.

La versione statica del modello è la seguente:

$$F_{i,t} = \alpha + \beta VA_{i,t} + \rho_i + \tau_t + \mu_{a,t} \quad (1)$$

dove le variabili principali sono $F_{i,t}$ – il logaritmo dei fallimenti nel circondario del tribunale i nell'anno t – e $VA_{i,t}$ – il logaritmo del valore aggiunto nella stessa area e nello stesso anno. La specificazione, inoltre, include effetti fissi a livello locale (ρ_i) – per tenere conto di fattori idiosincratici come, ad esempio, il fatto che le crisi di impresa siano strutturalmente più frequenti in alcune aree – ed effetti fissi annuali (τ_t) – che possono controllare per eventuali shock comuni a tutte le realtà locali come, ad esempio, interventi di riforma della giustizia civile che hanno riguardato tutti i tribunali. Il parametro di interesse è β che misura l'elasticità stimata dei fallimenti rispetto a variazioni del valore aggiunto¹¹.

Per esaminare gli effetti dinamici, abbiamo usato l'approccio delle proiezioni locali à la Jordà (2005)¹². La versione dinamica del modello è la seguente:

$$F_{i,t+h} = \alpha + \beta_h VA_{i,t} + \sum_{j=1}^5 \gamma_{h,j} VA_{i,t-j} + \rho_{i,h} + \tau_{t,h} + \alpha_{i,h} + \epsilon_{i,t+h} \quad (2)$$

dove, per diversi valori di $h = 0, 1, \dots, 5$, $\alpha_{i,h}$ è un effetto fisso di circondario di tribunale (diverso per ogni orizzonte di stima h) e dove la sommatoria cattura effetti ritardati del valore aggiunto. I parametri di interesse sono i coefficienti β_h che misurano l'elasticità dei fallimenti aperti nel periodo $t + h$ a shock al valore aggiunto avvenuti al tempo t .

⁹ È importante sottolineare che la geografia giudiziaria è stata significativamente rivista con la riforma del 2013/2014, che ha portato alla soppressione di alcuni tribunali e a una revisione del perimetro di riferimento per altri. Una ricostruzione omogenea delle serie all'indietro è stata operata dal Ministero della Giustizia.

¹⁰ Il valore aggiunto di tali aree è stato calcolato come media del valore aggiunto provinciale, ponderando il peso di ogni singola provincia (in termini di popolazione) all'interno di ciascuna area.

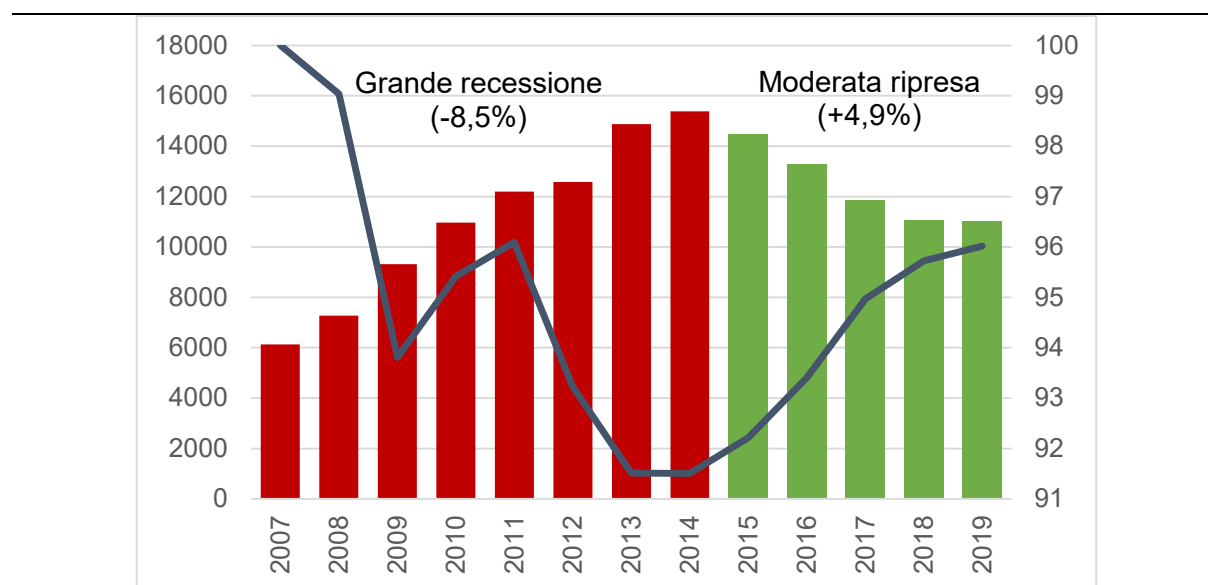
¹¹ Gli *standard errors* sono clusterizzati a livello del circondario di tribunale.

¹² Jordà, Òscar (2005), Estimation and inference of impulse responses by local projections, *American Economic Review*, vol. 95, pp. 161-182.

2.2 Risultati

La Figura 1, che riporta la dinamica dei fallimenti iscritti presso i tribunali italiani tra il 2007 e il 2019, illustra gli effetti che la doppia recessione, del 2008-2009 e 2012-2014, ha avuto sul numero dei fallimenti. Nel complesso, tra il 2007 e il 2014 la caduta del PIL è stata di 8,5 punti percentuali. Nello stesso arco temporale il numero annuo di fallimenti è aumentato di 2,5 volte, passando da circa 6.000 a oltre 15.000. Negli anni recenti, al contrario, il numero di fallimenti è progressivamente diminuito attestandosi nel 2019 intorno alle 11.000 unità.

Figura 1. Fallimenti e ciclo economico



Gli istogrammi indicano il numero di fallimenti iscritti ogni anno nei tribunali (scala di sinistra) mentre la linea rappresenta l'andamento del PIL (2007=100; scala di destra).

Fonte: Ministero della Giustizia e ISTAT.

La Tavola 1 riporta i risultati dell'analisi econometrica svolta utilizzando il modello statico dell'equazione (1): l'elasticità è negativa e superiore (in valore assoluto) all'unità, indicando che una caduta percentuale del valore aggiunto nell'ordine del 10 per cento si associa a un incremento nel numero dei fallimenti di oltre l'11 per cento (colonna I). Il valore stimato aumenta lievemente se si includono anche effetti fissi ottenuti interagendo l'area geografica e l'anno (colonna II) e/o se si replica l'analisi separatamente per il Centro-Nord (colonna III) e il Mezzogiorno (IV).

Tavola 1. Fallimenti e ciclo economico

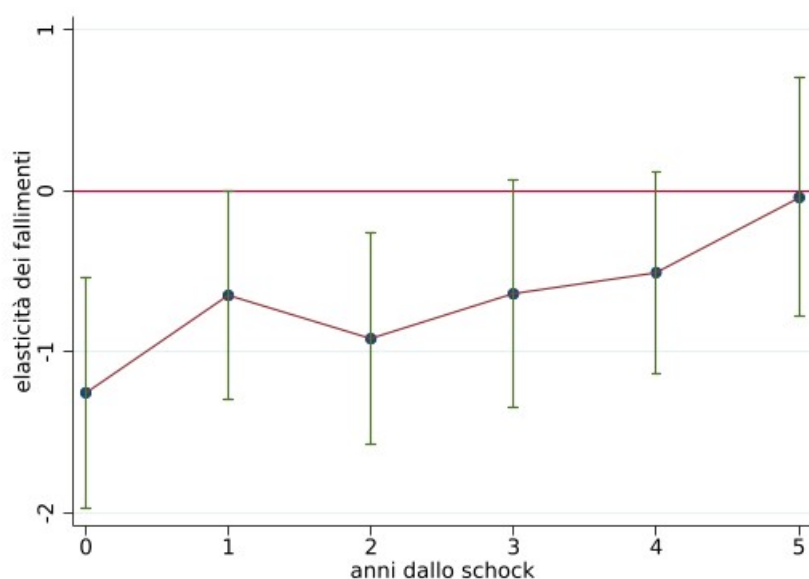
	I	II	III	IV
Valore aggiunto	-1.114** (0.439)	-1.281*** (0.445)	-1.262** (0.571)	-1.298* (0.678)
Effetti fissi tribunale	SI	SI	SI	SI
Effetti fissi anno	SI	SI	SI	SI
Effetti fissi area × anno	NO	SI	NO	NO
Area geografica	Italia	Italia	Centro-Nord	Mezzogiorno
# osservazioni	1,527	1,527	858	669
R-quadro	0.912	0.913	0.921	0.870

La variabile dipendente è il log dei nuovi fallimenti iscritti in tribunale mentre la variabile indipendente è il log del valore aggiunto a livello locale. L'unità di analisi è una partizione del territorio in 140 aree, corrispondenti alle aree di competenza dei singoli tribunali. Periodo di stima: 2007-2017. Standard errors clusterizzati a livello di tribunale nelle parentesi; *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

Queste stime non tengono conto di eventuali effetti ritardati nel tempo, che sono invece catturati dal modello dinamico descritto nell'equazione (2)¹³. La Figura 2 riportata sotto mostra l'elasticità dei fallimenti, rispetto a uno shock al valore aggiunto occorso al tempo t , su un orizzonte di 5 anni (vale a dire da t a $t + 5$). L'elasticità stimata è superiore all'unità (in valore assoluto) all'anno t e continua a essere significativa, da un punto di vista sia statistico sia economico, al tempo $t + 1$ e $t + 2$. Negli anni successivi il coefficiente stimato non è più significativo da un punto di vista statistico e il suo valore puntuale si avvicina allo zero.

¹³ Il modello dinamico sfrutta una finestra temporale più ampia nelle stime poiché i dati sul valore aggiunto sono disponibili anche per gli anni precedenti il 2007 e quelli sui fallimenti arrivano invece al 2019.

Figura 2. Proiezioni su più anni dell'effetto di uno shock al tempo t



I pallini mostrano la stima dell'elasticità dei fallimenti, a fronte di uno shock al tempo t , a vari anni di distanza. Le linee verticali rappresentano gli intervalli di confidenza al 90 per cento.

Fonte: nostre elaborazioni su dati del Ministero della Giustizia e dell'ISTAT.

3. La dinamica attuale dei fallimenti e la possibile evoluzione

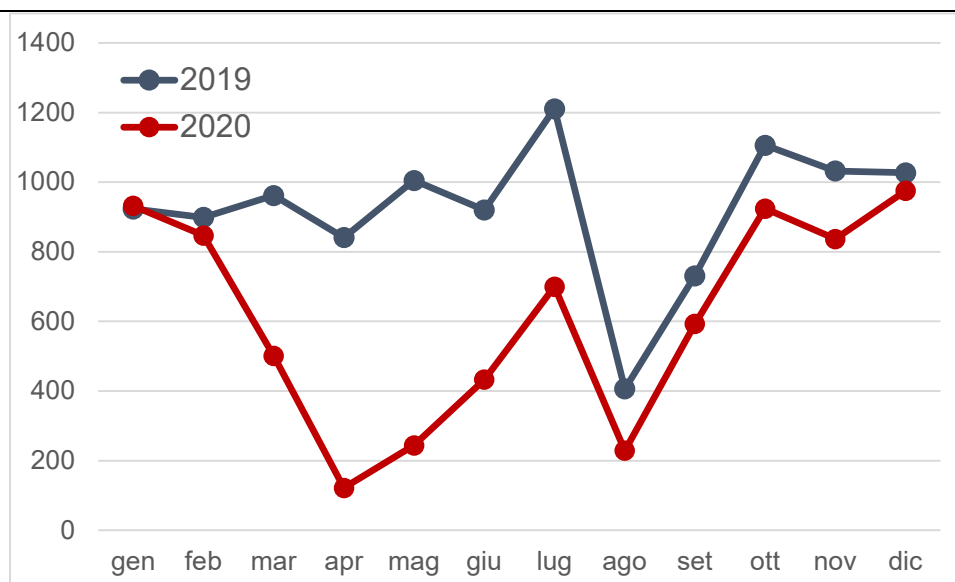
3.1 L'andamento dei fallimenti

Secondo i dati del registro delle imprese raccolti da Infocamere, diversamente dalle attese all'inizio della pandemia, il numero dei fallimenti dichiarati nel 2020 è stato significativamente inferiore a quello del 2019: circa 3.700 fallimenti (un terzo in meno rispetto all'anno precedente).

Tale risultato è riconducibile, innanzitutto, all'introduzione della moratoria per le domande di fallimento – dal 9 marzo al 30 giugno 2020 – relativamente sia alla dichiarazione di fallimento sia all'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza. Inoltre, le forti limitazioni alle attività dei tribunali durante il periodo di lockdown della scorsa primavera e quelle finalizzate a limitare i rischi di contagio nel periodo successivo di riapertura dei tribunali potrebbero aver rallentato l'attività di definizione dei procedimenti. Le evidenze relative agli andamenti mensili delle dichiarazioni di fallimento sembrano confermare queste ipotesi (Figura 3). Il calo è stato particolarmente forte nel periodo del lockdown; nel periodo successivo si è osservata una ripresa, ma il numero di fallimenti dichiarati è rimasto su livelli inferiori a quelli del 2019. Infine, le misure in favore delle imprese hanno contribuito ad attutire l'impatto della crisi e a ridurre il numero di imprese in difficoltà. Potrebbero averne beneficiato anche imprese

che, in condizioni normali, sarebbero invece uscite dal mercato.

Figura 3. Dinamica dei fallimenti nel 2019 e nel 2020



Fonte: nostre elaborazioni su dati di Infocamere.

Peraltro, il fenomeno della riduzione dei fallimenti rispetto al recente passato è stato osservato in numerosi paesi¹⁴; anche in questi ciò è riconducibile all'introduzione di forme di moratoria¹⁵ e alle politiche di sostegno al settore produttivo.

3.2 I fallimenti attesi nei prossimi anni

Sulla base delle stime dell'elasticità del numero di fallimenti al ciclo economico presentate nella Sezione 2, delle previsioni della Banca d'Italia sulla dinamica del PIL per quest'anno, e tenendo conto dell'andamento dei fallimenti nel 2020, è possibile fornire una previsione di massima di quelli attesi per il prossimo biennio.

Nell'esercizio ipotizziamo che in assenza della crisi economica determinata dalla pandemia e delle misure di contrasto ad essa adottate dal governo, il numero di fallimenti nel 2020 sarebbe stato pari a quello del 2019 (11.000). A questo numero «fisiologico» di fallimenti aggiungiamo due componenti: la prima tiene conto dell'incremento di fallimenti per il 2020 e il successivo biennio, dovuto alla crisi economica (i fallimenti «economici»); la seconda considera la differenza tra i fallimenti osservati quest'anno e il livello fisiologico (i fallimenti «mancanti»). L'esercizio si basa quindi sull'ipotesi che tutti i fallimenti, sia quelli fisiologici che sarebbero stati avviati anche in assenza della

¹⁴ Cfr. Allianz Research, [Living on with a Covid-19 hum](#), 24 September 2020.

¹⁵ Cfr. OECD, [National corporate governance related initiatives during the Covid-19 crisis](#), 28 May 2020.

pandemia, sia quelli aggiuntivi dovuti alla recessione che per effetto delle misure intraprese dal governo non sono stati dichiarati nel 2020, saranno comunque avviati nel biennio successivo.

Il numero dei fallimenti «mancanti» è dato dalla differenza tra il livello fisiologico dei fallimenti e le procedure effettivamente osservate nel 2020. Come mostrato nella sezione precedente i fallimenti «mancanti» sono circa 3.700.

Per calcolare i fallimenti «economici», si considerano le previsioni sull'andamento del PIL e le stime sull'elasticità dei fallimenti. Secondo le più recenti previsioni pubblicate dalla Banca d'Italia il PIL dovrebbe contrarsi del 9 per cento nel 2020. Le elasticità stimate dell'effetto del ciclo sono invece pari a -1,25 (relazione simultanea) e -0,65 (relazione ritardata di un periodo) e -0,92 (relazione ritardata di due periodi). Quindi, il calo del PIL del 2020 dovrebbe comportare un aumento di circa 2.800 fallimenti rispetto al livello fisiologico entro il 2022¹⁶.

Sommando le varie componenti, per effetto della contrazione economica del 2020, il numero di fallimenti atteso dovrebbe aumentare di circa 6.500 unità nei due anni successivi (di cui una quota significativa si dovrebbe materializzare già nel 2021). In base alle elasticità stimate, la crescita economica prevista per il 2021 e 2022 compenserà questo aumento per quasi un quinto.

¹⁶ Queste stime non tengono conto di possibili differenze territoriali nella dinamica del PIL. Sulla base dell'indicatore trimestrale dell'economia regionale della Banca d'Italia (ITER), la caduta del PIL nei primi tre trimestri del 2020, rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, è stata nel Centro Nord superiore di circa un punto percentuale rispetto al Mezzogiorno.