



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## **Audizione sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19**

Testimonianza di Alessio De Vincenzo

Capo del Servizio Stabilità finanziaria della Banca d'Italia

Commissione Permanente VI (Finanze) della Camera dei Deputati

Camera dei Deputati

Roma, 18 marzo 2021

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

ringrazio per l'invito rivolto alla Banca d'Italia a fornire una testimonianza sulle tematiche relative allo squilibrio della struttura finanziaria delle imprese italiane che rischia di essere determinato dalla pandemia da Covid-19. Come ha recentemente ricordato il Governatore, è importante valutare l'opportunità di misure volte a riequilibrare la struttura finanziaria delle aziende e a rafforzarne la patrimonializzazione; entrambe, infatti, hanno risentito in misura significativa delle conseguenze economiche della pandemia<sup>1</sup>.

Nel mio intervento, dopo essermi soffermato sull'evoluzione della struttura finanziaria delle imprese nello scorso decennio e sull'impatto determinato lo scorso anno dalla crisi sanitaria, richiamerò le principali sfide per la finanza d'impresa e le misure che potrebbero contribuire ad affrontarle meglio, sia nel breve periodo sia in una prospettiva di medio termine.

### **Il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese nello scorso decennio**

Dal 2011 le imprese italiane hanno intrapreso un processo di rafforzamento della struttura finanziaria che ha consentito loro di affrontare la crisi pandemica in condizioni più solide rispetto a quelle con cui avevano affrontato la crisi finanziaria globale e quella europea dei debiti sovrani. Il percorso di riequilibrio è stato realizzato attraverso la diversificazione delle fonti di finanziamento e la riduzione della leva finanziaria. Questa

---

<sup>1</sup> Ignazio Visco, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Audizione del Governatore della Banca d'Italia, Roma, 10 febbraio 2021.

evoluzione si è accompagnata a un maggiore ricorso ai mercati finanziari e a una minore dipendenza dal credito bancario, storicamente molto rilevante<sup>2</sup>.

Tra il 2011 e il 2019 la quota dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari delle imprese si è ridotta (dal 66 al 52 per cento), mentre sono cresciute sia quella dei finanziamenti da parte di intermediari non bancari (dal 25 al 32 per cento) sia quella delle obbligazioni (dal 7 al 12 per cento)<sup>3</sup>. Il ricorso ai titoli di debito, anche se in linea con quello medio dell'area dell'euro (figura 1), rimane inferiore a quello delle imprese operanti in paesi caratterizzati da mercati dei capitali più sviluppati, quali la Francia (18 per cento) e, soprattutto, i paesi anglosassoni (26 e 39 per cento nel Regno Unito e negli Stati Uniti, rispettivamente). Ciò riflette sia la struttura produttiva del nostro paese, sbilanciata verso le imprese più piccole, sia la bassa propensione degli investitori a sostenere i rischi di credito e di liquidità che caratterizzano le obbligazioni societarie<sup>4</sup>.

L'accesso ai mercati obbligazionari rappresenta un importante canale di finanziamento alternativo al ricorso al sistema bancario, soprattutto in caso di una restrizione dell'offerta di credito. Le emissioni di titoli di debito hanno interessato principalmente le grandi imprese, mentre tra le aziende più piccole esse sono state più contenute a causa degli elevati costi fissi unitari delle operazioni e del minore interesse degli investitori per imprese con bilanci generalmente più opachi e rischiosi. Tra il 2011 e il 2019 la quota di obbligazioni sui debiti finanziari è aumentata dal 10 al 16 per cento per le grandi imprese, mentre è rimasta su valori decisamente contenuti, al di sotto del 2 per cento, per le piccole e medie imprese (PMI).

Nello stesso periodo le imprese italiane hanno anche accresciuto il ricorso al capitale di rischio. Analogamente a quanto avvenuto dopo le principali recessioni degli ultimi decenni<sup>5</sup>, la leva finanziaria, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto, si è ridotta di oltre 10 punti percentuali, al 39 per cento (figura 2). Tale dinamica è stata più marcata in Italia rispetto agli altri principali paesi europei: il differenziale rispetto alla media dell'area si è ridotto da oltre 5 a meno di 3 punti percentuali<sup>6</sup>. Alla contrazione della leva ha contribuito soprattutto l'aumento del

---

<sup>2</sup> *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, Baffi Carefin Bocconi – Equita, Sesta conferenza "The Italian Corporate Bond Market: What's Happening to the Capital Structure of Italian Non-Financial Companies?", Milano, 13 febbraio 2019.

<sup>3</sup> I finanziamenti degli intermediari non bancari includono anche i prestiti cartolarizzati. La quota residua (4 per cento) fa riferimento a prestiti tra imprese (inclusi quelli infragruppo).

<sup>4</sup> M. Accornero, P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, *Missing investors in the Italian corporate bond market*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 450, 2018.

<sup>5</sup> Per un'analisi dell'andamento della leva finanziaria delle imprese italiane durante le diverse fasi del ciclo economico negli ultimi quattro decenni, cfr. A. De Socio, *Firms' leverage across business cycles*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 587, 2020.

<sup>6</sup> Per un'analisi delle differenze tra la leva finanziaria delle società italiane e quella delle imprese europee e del ruolo delle diverse composizioni dimensionali dei sistemi economici, si veda A. De Socio e P. Finaldi Russo, *The debt of Italian non-financial firms: An international comparison*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 308, 2016.

patrimonio, anche in ragione di una ripresa della redditività, del reinvestimento degli utili e di un sostenuto ricorso alle quotazioni sul mercato azionario<sup>7</sup>.

Il riequilibrio della struttura patrimoniale delle imprese è anche il risultato di una forte selezione all'interno del sistema produttivo seguita alla crisi finanziaria globale e a quella dei debiti sovrani. La selezione ha riguardato soprattutto le microimprese, tradizionalmente caratterizzate da una leva finanziaria maggiore e da una minore capacità di recupero del fatturato rispetto alle altre società.

La maggiore patrimonializzazione delle imprese ha beneficiato dell'introduzione nel 2011 dell'Aiuto alla Crescita Economica (ACE)<sup>8</sup>, che ha ridotto in misura sostanziale il vantaggio fiscale riservato al finanziamento con debito rispetto a quello con mezzi propri (c.d. *debt bias*)<sup>9</sup>. Vi ha contribuito anche la riduzione dell'aliquota legale di tassazione sui redditi delle imprese; nel confronto internazionale, infatti, la maggiore aliquota è uno dei fattori che fa sì che le imprese italiane operino con una leva finanziaria più elevata<sup>10</sup>.

Il ricorso ai mercati finanziari è stato incentivato da diverse iniziative pubbliche. L'introduzione dei "minibond" ha alimentato la crescita del mercato obbligazionario, soprattutto a seguito della rimozione dei limiti alla deducibilità degli interessi passivi (che sfavoriva le società non quotate) e di alcuni svantaggi fiscali per gli investitori. Lo sviluppo dei mercati azionari è stato favorito da incentivi fiscali per le imprese che si quotano; vi hanno contribuito iniziative private, quali la creazione dell'*Alternative Investment Market* (AIM) di Borsa Italiana, dedicato alle imprese di minori dimensioni, e la diffusione di società veicolo finalizzate alla raccolta di capitali per la quotazione di imprese (*Special Purpose Acquisition Companies*, SPAC).

Misure legislative hanno inoltre incentivato la destinazione del risparmio privato verso le imprese italiane, soprattutto attraverso i mercati finanziari. Tra queste, ricordo l'introduzione dei Piani individuali di risparmio (PIR), che prevedono l'esenzione fiscale dei rendimenti conseguiti sugli investimenti in titoli emessi da imprese italiane che

---

<sup>7</sup> P. Finaldi Russo, F. Parlapiano, D. Pianeselli e I. Supino, *La quotazione in borsa delle imprese: quali novità? Un confronto tra Italia e altri paesi europei*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 555, 2020.

<sup>8</sup> L'ACE è una deduzione (dal reddito imponibile netto) di un importo che corrisponde al rendimento figurativo degli incrementi di capitale realizzati a partire dal 2011. Una volta determinata la base dell'ACE (gli incrementi di capitale attraverso conferimenti o accantonamenti di utili al netto delle riduzioni di patrimonio a favore dei soci), l'importo deducibile viene calcolato moltiplicando la base per un'aliquota percentuale fissata dalla legge su base annua. Nel caso in cui l'importo del rendimento nozionale superi il reddito complessivo netto, l'eccedenza viene riportata nei periodi d'imposta successivi (per usarla in deduzione del reddito imponibile netto); dal 2014 è possibile optare per la trasformazione dell'eccedenza in un credito d'imposta utilizzabile esclusivamente in compensazione con i debiti Irap (il credito va utilizzato in quote costanti nei successivi cinque periodi d'imposta).

<sup>9</sup> I risultati di un'analisi su un ampio campione di imprese manifatturiere mostrano come tra il 2011 e il 2013 l'utilizzo dell'ACE abbia consentito di ridurre la leva finanziaria delle imprese di 12 punti percentuali; cfr. N. Branzoli, A. Caiumi, *How effective is an incremental ACE in addressing the debt bias? Evidence from corporate tax returns*, International Tax and Public Finance, 27 (6), 2020, pp. 1485-1519. L'ACE ha anche contribuito a diminuire in misura significativa le aliquote di tassazione effettiva delle imprese e le asimmetrie fiscali tra debito e mezzi propri; cfr. E. Zangari, *An economic assessment of the evolution of the corporate tax system in Italy*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 1291, 2020.

<sup>10</sup> A. De Socio, V. Nigro, *Does corporate taxation affect cross-country firm leverage?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 889, 2012.

siano detenuti per un determinato periodo<sup>11</sup>, gli incentivi per i fondi pensione e le casse previdenziali agli acquisti di azioni e obbligazioni emesse da società non finanziarie italiane e le agevolazioni fiscali per gli investitori in PMI e società di nuova costituzione (start-up) altamente innovative e in quote di fondi di *venture capital*. Si tratta di misure che sostengono l'espansione dell'attività produttiva, con potenziali effetti positivi anche per il gettito erariale<sup>12</sup>.

## L'impatto della pandemia e le misure di sostegno alle imprese

La pandemia e le misure restrittive necessarie per limitare i contagi hanno determinato uno shock sociale ed economico senza precedenti.

*Le condizioni economiche e finanziarie delle imprese sono peggiorate dalla primavera dello scorso anno. La diminuzione del fatturato è stata ampia, ma di intensità differenziata tra i settori. La seconda ondata pandemica e le misure di restrizione per contrastarne la diffusione hanno determinato una nuova contrazione del valore aggiunto nel quarto trimestre, seppure più contenuta rispetto a quanto osservato in primavera. Le prospettive del settore dei servizi rimangono più sfavorevoli, in particolare per quelli più colpiti dalle misure di distanziamento sociale e dal rischio di contagio.*

Da marzo dello scorso anno il Governo ha adottato diverse misure che hanno attenuato l'impatto della crisi e ridotto i rischi di insolvenza. I costi delle imprese sono stati contenuti attraverso l'estensione della Cassa integrazione e la loro liquidità è stata sostenuta con i trasferimenti a fondo perduto, il differimento degli oneri tributari e contributivi e la moratoria sui prestiti. Grazie al perdurare del sostegno proveniente dalla politica monetaria e alle garanzie pubbliche sui prestiti, le banche hanno soddisfatto la domanda di fondi delle imprese e le condizioni di offerta del credito si sono mantenute nel complesso distese in tutti i settori.

Nostre stime condotte su oltre 700.000 società di capitali indicano che alla fine del 2020, grazie alle misure governative approvate tra marzo e agosto, il numero delle aziende in deficit di liquidità si sarebbe ridotto da 142.000 a circa 32.000, mentre il fabbisogno

---

<sup>11</sup> I PIR, introdotti dalla legge di bilancio per il 2017 e oggetto di successivi adeguamenti legislativi, hanno consentito di aumentare in misura significativa l'offerta di capitale alle imprese quotate di medie dimensioni attraverso la costituzione di fondi aperti (cfr. il riquadro *L'impatto delle recenti modifiche normative sui fondi PIR*, in Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019). Alla fine del 2020 il patrimonio dei fondi aperti conformi alla normativa sui PIR era pari a circa 18 miliardi. In risposta all'emergenza causata dalla pandemia, è stata recentemente introdotta una nuova tipologia di PIR volta a favorire gli investimenti in piccole e medie imprese effettuati attraverso fondi specializzati in titoli non quotati.

<sup>12</sup> Dal 2013 al 2020 le start-up innovative iscritte nell'apposito registro sono aumentate da circa 1.500 a 12.000. Analisi basate sui bilanci relativi al biennio 2013-14 indicano che, rispetto alle altre start-up, quelle innovative presentano un tasso di investimento più alto e hanno più liquidità e capitale di rischio (cfr. P. Finaldi Russo, S. Magri e C. Rampazzi, *Innovative Start-Ups in Italy: Their Special Features and the Effects of the 2102 Law*, *Politica economica*, 32(2), 2016). Si stima inoltre che gli incentivi alle start-up innovative abbiano favorito incrementi dell'attivo di bilancio, del fatturato e del valore aggiunto compresi tra il 10 e il 15 per cento nel complesso dei primi tre anni di attività delle imprese (cfr. T. De Stefano, F. Manaresi, C. Menon, P. Santoleri e G. Soggia, *The evaluation of the Italian "Start-up Act"*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 54, 2018, OECD Publishing, Paris).

complessivo sarebbe sceso da 48 a 17 miliardi. Le misure di sostegno avrebbero inoltre consentito di ridurre l'incidenza delle società di capitali in deficit patrimoniale (con patrimonio netto inferiore ai limiti legali) dal 14 al 12 per cento, a fronte del 7 precedente la crisi<sup>13</sup>.

*Le risorse pubbliche finora stanziare sono state ingenti e l'utilizzo delle misure da parte delle imprese è stato ampio. La Banca d'Italia, nell'ambito dei lavori della Task Force per le misure a sostegno della liquidità, continua a rilevare presso le banche, con cadenza settimanale, informazioni riguardanti l'attuazione delle misure governative relative ai decreti legge 'Cura Italia' e 'Liquidità', le iniziative di categoria e quelle offerte bilateralmente dalle singole banche alla clientela. Con riferimento alla moratoria stabilita dal DL 'Cura Italia', si stima che al 26 febbraio le PMI abbiano presentato quasi 1,3 milioni di domande di adesione (approvate per la quasi totalità) per un valore di 153 miliardi. Per i finanziamenti assistiti da garanzie pubbliche le domande pervenute al Fondo di garanzia per le PMI nel periodo dal 17 marzo 2020 al 9 marzo 2021 erano quasi 1,8 milioni, per un importo complessivo di 145 miliardi (inclusi circa 6 miliardi di garanzie sussidiarie a fronte delle moratorie disposte dal DL "Cura Italia")<sup>14</sup>. Ulteriori richieste di garanzie statali – per oltre 1.600 operazioni, su un totale di poco meno di 22 miliardi di prestiti, riguardanti anche grandi imprese – sono pervenute alla SACE. Alla fine di gennaio l'incidenza dei prestiti assistiti da garanzie pubbliche e quella dei finanziamenti che beneficiavano di moratorie sul totale dei prestiti alle imprese (incluse le famiglie produttrici) erano pari, rispettivamente, al 18 e al 17 per cento.*

A differenza di quanto osservato nelle recenti fasi recessive, il credito bancario alle imprese è aumentato a ritmi elevati. La crescita ha luogo da marzo dello scorso anno per le società medio-grandi e da giugno, dopo molti anni di contrazione, per le aziende di minori dimensioni. Nel 2020 il tasso di crescita dei prestiti alle imprese ha raggiunto l'8,6 per cento, a fronte di una sostanziale stabilità nel triennio 2017-19 e di tassi di riduzione dell'1,7 e del 3,8 per cento, rispettivamente, nel 2009 e nella media del biennio 2012-13 (figura 3). Nostre analisi indicano che il potenziamento del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese (FCG) e la previsione di moratorie *ex lege* e private hanno sostenuto l'accesso al credito non solo per le aziende di minori dimensioni, strutturalmente più dipendenti dal credito bancario, ma anche per le imprese medie e per le *mid-caps*<sup>15</sup>, che in assenza delle misure di sostegno dedicate sarebbero anch'esse state colpite da restrizioni creditizie. La gran parte dei prestiti garantiti, inoltre,

---

<sup>13</sup> A. 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", 13 novembre 2020. I risultati suggeriscono inoltre che gli interventi di sostegno sono probabilmente andati a beneficio anche di imprese che si sarebbero trovate in difficoltà indipendentemente dal verificarsi della pandemia, un esito difficilmente evitabile a fronte dell'urgenza di attivare le misure e dell'oggettiva difficoltà di identificare con precisione i soggetti effettivamente colpiti.

<sup>14</sup> [https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/CS\\_TaskForce\\_10.03.2021.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2021-01/CS_TaskForce_10.03.2021.pdf)

<sup>15</sup> Imprese con un numero di dipendenti compreso tra 250 e 499.

si è aggiunta al credito già in essere, e non lo ha semplicemente sostituito<sup>16</sup>. L'aumento della dotazione del FCG, l'allargamento della sua operatività (inclusa l'estensione alle *mid-caps*) e la possibilità per la SACE di svolgere attività di garanzia sui prestiti hanno quindi consentito di sostenere larga parte del sistema produttivo.

Gli interventi di sostegno hanno evitato la fuoriuscita dal mercato di imprese le cui difficoltà erano di natura temporanea. Nel medio termine, tuttavia, l'aumento del debito delle aziende più colpite dalla crisi potrà pesare sulla loro capacità di sostenerne gli oneri, con ricadute negative sulle possibilità di investire e di competere. Secondo il modello della Banca d'Italia per la valutazione del merito creditizio delle società (*In-House Credit Assessment System*, ICAS), per effetto del calo della redditività e dell'aumento dell'indebitamento la probabilità media di insolvenza a un anno, pur attenuata dalle misure di sostegno, sarebbe salita tra febbraio e dicembre del 2020 di circa un punto percentuale, a valori compresi tra il 3,0 e il 4,4 per cento.

### **Le prospettive nel breve periodo**

L'evoluzione della situazione sanitaria e l'incertezza sulle prospettive economiche rendono le misure di sostegno ancora indispensabili. Al momento, infatti, i benefici di tali misure in termini di stabilità finanziaria e di sostegno alla domanda aggregata superano le possibili inefficienze nell'allocazione delle risorse. La scelta del Governo di prorogare a giugno di quest'anno alcuni dei provvedimenti, tra cui la moratoria e gli schemi di garanzia pubblici, è condivisibile. Essa ha evitato che l'uscita dalle misure durante una congiuntura ancora debole danneggiasse imprese fundamentalmente sane, con effetti negativi sui tempi della ripresa e distruzione di capacità produttiva.

I tempi e le condizioni che possano consentire una revisione delle iniziative straordinarie di sollievo finanziario andranno valutati considerando gli obiettivi e i possibili effetti dell'esaurirsi delle due principali misure di sostegno al credito, la moratoria sui finanziamenti e il rafforzamento dei programmi di garanzia pubblica sui prestiti. La cessazione della moratoria si rifletterebbe sui flussi di cassa delle imprese a causa della ripresa dei rimborsi delle rate sui debiti. Un rapido ritorno degli schemi di garanzia alle condizioni previste prima della crisi, invece, potrebbe determinare una restrizione dell'offerta di prestiti bancari, attraverso la concessione di finanziamenti a condizioni meno favorevoli (ad esempio, tassi di interesse più elevati).

È opportuno, quindi, che la revisione delle misure avvenga in modo graduale. Tale strategia, oltre a consentire ad aziende con temporanei problemi finanziari ma con prospettive di ripresa di continuare a operare nel medio periodo, mantenendo così il potenziale produttivo dell'economia, eviterebbe il rischio che un elevato numero di

---

<sup>16</sup> Tra marzo del 2020 e gennaio del 2021, a fronte di un ammontare di finanziamenti alle imprese assistiti da garanzie pubbliche pari a circa 140 miliardi, il flusso lordo dei prestiti alle imprese (che include anche i rinnovi dei prestiti giunti a naturale scadenza nel periodo considerato) è stato di oltre 420 miliardi (era ammontato a circa 340 miliardi nel periodo marzo 2019-gennaio 2020) e quello netto di quasi 70 miliardi (era stato negativo per 10 miliardi nel periodo marzo 2019-gennaio 2020). Nello stesso intervallo temporale i depositi bancari delle imprese sono cresciuti di oltre 90 miliardi (erano aumentati di circa 20 miliardi nel periodo marzo 2019-gennaio 2020).

fallimenti concentrati in un ristretto arco temporale possa avere un impatto depressivo sulla domanda aggregata (attraverso i minori consumi dovuti ai licenziamenti e le possibili ripercussioni su altre imprese, sia fornitrici sia clienti). In un simile scenario si avrebbero anche ripercussioni sul funzionamento del sistema giudiziario e sui bilanci degli intermediari creditizi. Le perdite connesse con il deterioramento della qualità dei prestiti in essere, infatti, potrebbero finire per intaccare il patrimonio delle banche e limitare la loro capacità di erogare nuovi finanziamenti.

Con il ridursi dell'incertezza sulle prospettive dell'economia, l'utilizzo delle misure andrà reso maggiormente selettivo, così da limitare il rischio di destinare risorse a imprese prive di prospettive di rilancio, con ricadute negative sulla crescita dell'economia. Vi sono diversi possibili meccanismi in grado di incentivare selezione e auto-selezione da parte di imprese e intermediari che andrebbero approfonditi: modificare le condizioni di accesso alla garanzia statale (il costo a carico delle imprese e la percentuale di copertura del rischio di credito); indirizzare i fondi pubblici verso le aziende con buone prospettive ma più colpite dalla crisi (ad esempio quelle con un calo del fatturato superiore a una certa soglia); valutare l'opportunità di mantenere o ampliare l'accesso ai prestiti garantiti dopo la scadenza della moratoria *ex lege* per le imprese che vi avevano aderito. In particolare, sarebbe importante favorire l'erogazione dei prestiti alle imprese più piccole, che tendono generalmente a incontrare maggiori difficoltà nell'accesso al credito<sup>17</sup>.

### **Le sfide nel medio periodo**

Superata l'attuale fase congiunturale, ancora critica, le conseguenze economiche innescate dalla pandemia di Covid-19 determineranno un più elevato livello di indebitamento delle imprese, con ripercussioni sulle loro condizioni finanziarie e sul merito creditizio, nonché sulla capacità di autofinanziarsi e di intraprendere investimenti nella fase successiva alla crisi. L'intensità con cui gli effetti sono stati avvertiti nei differenti settori di attività economica è diversa, con impatti particolarmente pronunciati nei comparti dell'alloggio e della ristorazione, dell'intrattenimento, del commercio al dettaglio.

Il rischio di un aumento dei fallimenti connesso con situazioni di eccesso di indebitamento (cosiddetto *debt overhang*) può essere attenuato attraverso politiche che nel medio termine accrescano la rapidità e l'efficacia dei processi di ristrutturazione delle imprese che hanno prospettive di rilancio e incentivino il rafforzamento patrimoniale e la raccolta di capitale.

#### *Rendere più rapidi ed efficaci i processi di ristrutturazione*

Una prima linea di intervento dovrebbe favorire, per le imprese materialmente esposte al rischio di insolvenza ma con prospettive di rilancio nel medio periodo, la ristrutturazione dei loro debiti attraverso procedure idonee a garantire la continuità

---

<sup>17</sup> Un'analisi dettagliata dei vincoli di accesso al credito per le piccole e microimprese negli ultimi anni è contenuta in P. Finaldi Russo, V. Nigro e S. Pastorelli, 2021, "Bank lending to small firms: evolution of a financing model", Temi di discussione, Banca d'Italia, in corso di pubblicazione.

delle attività aziendali, inclusi i rapporti di finanziamento, e l'efficiente composizione degli interessi dei creditori coinvolti<sup>18</sup>.

Da questa prospettiva, occorrerebbe intervenire sui fattori che limitano il ricorso agli strumenti di ristrutturazione e ne riducono l'efficacia. Da un lato, gli elevati costi a carico del debitore, di cui alcuni indipendenti dalla dimensione dell'impresa, e i deboli incentivi per i creditori a ristrutturare esposizioni di dimensione contenuta pongono un ostacolo all'accesso a tali procedure da parte delle imprese di minori dimensioni, che dunque più frequentemente vanno incontro a una liquidazione. Dall'altro, i processi di ristrutturazione richiedono generalmente tempi lunghi.

*L'evidenza disponibile sull'impiego degli accordi di ristrutturazione e dei concordati preventivi – le uniche procedure per cui sono disponibili informazioni – mostra che vi fanno ricorso imprese di medie e grandi dimensioni. L'attivo di bilancio mediano delle aziende coinvolte negli accordi di ristrutturazione è circa 20 volte superiore rispetto a quello delle società di capitali assoggettabili alle procedure concorsuali; quello delle imprese che ricorrono ai concordati è 10 volte più grande<sup>19</sup>.*

*Oltre la metà delle imprese coinvolte in accordi di ristrutturazione cessa di esistere entro tre anni dall'avvio della procedura; la quota è inferiore per i concordati (circa il 30 per cento), ma a tre anni dall'apertura due terzi delle imprese non cessate sono ancora nella fase di esecuzione del concordato, a riprova della lunga durata dei processi di ristrutturazione<sup>20</sup>.*

Un impulso a ristrutturazioni più rapide ed efficaci potrebbe anche derivare da una accorta attuazione del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, la cui entrata in vigore è stata posticipata a settembre di quest'anno.

*Con l'obiettivo di facilitare la tempestiva emersione e gestione delle crisi, il Codice istituisce le procedure di allerta. Esse prevedono la segnalazione delle imprese in difficoltà agli Organismi di composizione delle crisi (OCRI) istituiti presso le Camere di Commercio, che, valutata l'effettiva sussistenza dello stato di crisi, coadiuvano l'impresa nella ricerca di una soluzione, eventualmente anche concordata con i creditori<sup>21</sup>. L'effettiva capacità degli OCRI di indirizzare le imprese verso la soluzione più adatta (ristrutturazione o liquidazione) e di coadiuvare il debitore nell'eventuale processo di ristrutturazione, insieme a un'accurata definizione del perimetro delle imprese coinvolte volta a includere le aziende vicine allo stato di crisi ed escludere quelle in buona salute, saranno*

---

<sup>18</sup> La prospettiva che un numero particolarmente elevato di imprese abbia necessità di una ristrutturazione dei debiti ha già stimolato in passato una riflessione su quali procedure semplificate o automatismi possano agevolare queste operazioni; cfr. Gertner, R., Scharfstein, D., 1991, *A Theory of workouts and the effects of reorganization law*, Journal of Finance 46, 1189-1222.

<sup>19</sup> Danovi A., Donati J., Forestieri I., Orlando T. e Zorzi A., *Procedure concorsuali in continuità aziendale: accordi di ristrutturazione e concordati preventivi in Italia*, Quaderni di Economia e Finanza, N. 574, luglio 2020.

<sup>20</sup> Danovi A., Donati J., Forestieri I., Orlando T. e Zorzi A., *ibid.*, e Carpinelli L., Cascarino G., Giacomelli S. e Vacca V., *La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 311, febbraio 2016.

<sup>21</sup> L'OCRI nomina, per ogni caso, un collegio composto da tre esperti che possono essere professionisti iscritti a un albo – avvocati, dottori commercialisti e esperti contabili, consulenti del lavoro – o persone che comunque hanno svolto funzioni di amministrazione, direzione e controllo in società di capitali o cooperative dando prova di adeguate capacità imprenditoriali.

condizioni necessarie affinché le procedure di allerta possano effettivamente migliorare l'utilizzo degli strumenti di ristrutturazione.

Recenti stime indicano che al momento dell'entrata in vigore delle procedure di allerta le imprese che dovrebbero essere segnalate agli OCRI sarebbero circa 13.000, un valore quasi doppio rispetto a quelle attese se l'attività degli OCRI avesse avuto inizio in "tempi normali" e più di quattro volte il flusso di procedure attese "a regime"<sup>22</sup>. La difficoltà di gestire questo elevato numero di casi con uno strumento completamente nuovo – per di più in un periodo caratterizzato da un'elevata incertezza – potrebbe rendere oltremodo complesso e gravoso il compito degli OCRI, pregiudicandone l'efficacia. In questa situazione di emergenza si potrebbe limitare la platea di imprese soggette al sistema dell'allerta a quelle con situazioni particolarmente gravi, per contenere il rischio di liquidazioni inefficienti, demandando la funzione anticipatoria dell'emersione della crisi ad altri strumenti, quali ad esempio il disegno di un sistema che fornisca incentivi più favorevoli alla ristrutturazione per le diverse parti in causa.

### *Incentivare il rafforzamento patrimoniale e la raccolta di capitale*

Una seconda linea di intervento, talvolta complementare alla ristrutturazione del debito, include misure che mirino a favorire il riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese attraverso incentivi alla ricapitalizzazione. Si tratta degli interventi pubblici probabilmente più efficaci nel ridurre la leva finanziaria, che troverebbero giustificazione nei problemi causati da livelli di indebitamento eccessivi<sup>23</sup>. In una tale situazione, infatti, la ricapitalizzazione in via autonoma o comunque attraverso soluzioni di mercato può essere particolarmente difficile, dato che finirebbe per beneficiare principalmente i creditori dell'impresa, le banche e, nella misura in cui i prestiti sono garantiti, lo Stato.

Alla fine del 2020 il Gruppo dei Trenta ha pubblicato una serie di principi volti a individuare le opzioni più appropriate per il disegno di interventi pubblici di sostegno alla ricapitalizzazione delle imprese in difficoltà ma solvibili nel medio periodo<sup>24</sup>.

*Gli schemi di sussidio proposti a livello internazionale sono riconducibili a due categorie: quella dei trasferimenti a fondo perduto accompagnati da un incremento temporaneo delle imposte<sup>25</sup> e quella delle ricapitalizzazioni private accompagnate da future riduzioni d'imposta. La prima categoria presenterebbe il vantaggio di condizionare i proventi per lo Stato connessi con la maggiore tassazione futura all'effettivo conseguimento di utili da parte delle imprese beneficiarie; le principali criticità consistono nel rafforzamento degli incentivi a intraprendere pratiche di elusione*

<sup>22</sup> Orlando T., Rodano G., *La sottocapitalizzazione tra le imprese italiane: crisi e sopravvivenza prima e dopo l'epidemia di Covid-19*, Quaderni di Economia e Finanza, N. 590, dicembre 2020.

<sup>23</sup> Gobbi G., Palazzo F., Segura A., "Le misure di sostegno finanziario alle imprese post-covid-19 e le loro implicazioni di medio termine", Banca d'Italia, "Note Covid-19", 15 aprile 2020.

<sup>24</sup> Group of Thirty, *Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid*, December 2020.

<sup>25</sup> Si vedano le proposte di Boot, A., Carletti, E., Kotz, H.H., Krahn, J.P., Pelizzon, L. and M. Subrahmanyam, *Corona and Financial Stability 3.0: Try equity - risk sharing for companies, large and small*, SAFE Policy Letter No. 81, March 2020; e Blanchard, O, T Philippon and J Pisani-Ferry, *A New Policy Toolkit Is Needed as Countries Exit COVID-19 Lockdowns*, Peterson Institute for International Economics (PIIE) 20-8, June 2020. La proposta di attivare un prelievo futuro in modo selettivo per le imprese che beneficiano di trasferimenti pubblici non è, peraltro, priva di difficoltà tecniche, che ne renderebbero difficile la trasposizione negli ordinamenti tributari.

fiscale. La seconda categoria, attraverso il riconoscimento di future riduzioni di imposta, eviterebbe una spesa immediata per il bilancio pubblico, legando le passività implicite per lo Stato all'effettiva sopravvivenza dell'impresa; l'investimento da parte dell'imprenditore e di altri soggetti privati creerebbe inoltre maggiori incentivi a migliorare l'efficienza aziendale.

Con il DL 34/2020 (c.d. "Rilancio") il Governo ha delineato l'impianto delle misure di sostegno alla ricapitalizzazione prevedendo contributi a fondo perduto per le imprese più piccole (fatturato fino 5 milioni), crediti di imposta per le ricapitalizzazioni volontarie di società di capitali con fatturato tra 5 e 50 milioni<sup>26</sup> e la sottoscrizione di strumenti di capitale (di debito, di rischio o ibridi) emessi dalle imprese più grandi (fatturato superiore a 50 milioni) da parte del "Patrimonio Rilancio" gestito da CDP Spa, non ancora operativo.

Nella congiuntura attuale la patrimonializzazione delle società potrebbe essere ulteriormente favorita da una sostanziale riduzione del costo del capitale per gli investimenti finanziati con mezzi propri. In questa prospettiva, gli incentivi offerti dallo strumento dell'ACE potrebbero essere rafforzati, ad esempio attraverso un aumento del tasso di rendimento nozionale rispetto a quello base, soprattutto per le PMI<sup>27</sup>, che sono caratterizzate da un costo dell'indebitamento più elevato; l'aumento della deduzione fiscale connessa con gli aumenti di capitale realizzati in questa fase consentirebbe una più marcata riduzione del prelievo nel momento del ritorno a normali condizioni di redditività. Le condizioni di liquidità delle imprese potrebbero inoltre trarre beneficio dalla trasformazione delle eventuali eccedenze ACE in crediti d'imposta da utilizzare in compensazione di tutti i tributi<sup>28</sup>; questa modalità è attualmente prevista per incentivare i processi di aggregazione realizzati nel 2021.

La crisi indotta dalla pandemia ha accentuato la necessità di riequilibrare la struttura finanziaria di molte piccole e medie aziende che devono investire per adeguare i loro modelli di business alle mutate condizioni. Il ricorso al mercato dei capitali potrebbe in parte rispondere a questa necessità, offrendo l'accesso ai capitali privati di lungo termine alle imprese in grado di sostenere gli oneri regolamentari e finanziari collegati all'emissione di strumenti negoziabili.

Negli ultimi anni il ricorso alla quotazione sui mercati azionari è aumentato; la maggior parte degli ingressi in borsa ha riguardato imprese di piccola e media dimensione ed è avvenuta su segmenti del mercato cosiddetti *second-tier*, caratterizzati da una struttura regolamentare più flessibile e meno onerosa<sup>29</sup>. Nonostante questi sviluppi positivi,

---

<sup>26</sup> Inoltre, quando l'entità del conferimento in denaro eccede i 250.000 euro è prevista la possibilità che la società conferitaria possa emettere strumenti finanziari di debito a tasso di interesse agevolato che verranno sottoscritti dal "Fondo patrimonio PMI" gestito da Invitalia Spa. I benefici per le società emittenti possono essere significativi, per via di meccanismi premiali collegati all'uso dei fondi che possono ridurre del 15 per cento l'ammontare del capitale rimborsabile.

<sup>27</sup> Riquadro: *Gli effetti dell'Aiuto alla crescita economica sull'indebitamento delle imprese*, in Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2016.

<sup>28</sup> Memoria della Banca d'Italia su "AC n. 2500, Conversione in legge del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, recante misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19", Commissione V (Bilancio, tesoro e programmazione), Camera dei Deputati, 8 giugno 2020.

<sup>29</sup> Finaldi Russo, P., Parlapiano, F., Pianeselli, D., and Supino, I., *ibid.*

persiste un ampio divario tra la dimensione dei mercati dei capitali italiani e quella dei mercati dei principali paesi europei. Nella prospettiva di sostenere il finanziamento sui mercati azionari occorrerebbe rafforzare le politiche volte ad accrescere la propensione alla quotazione delle PMI.

*Recenti analisi individuano una platea piuttosto ampia di PMI, circa 2.000 tenuto conto degli effetti della pandemia, con caratteristiche economico-finanziarie potenzialmente idonee alla quotazione sull'AIM. Qualora tutte le imprese identificate si quotassero, la capitalizzazione del mercato italiano aumenterebbe di oltre 70 miliardi, con un incremento del rapporto sul PIL al 40 per cento (dal 36 alla fine del 2019)<sup>30</sup>.*

Le imprese di piccola o media dimensione che non riescono ad accedere ai mercati dei capitali potrebbero utilizzare canali di finanziamento alternativi, quali i collocamenti privati di capitale di rischio presso fondi di investimento e altri investitori istituzionali. In particolare, i fondi di *venture capital* possono costituire un'importante fonte di finanziamento degli investimenti di imprese ad alto potenziale di crescita<sup>31</sup>. Nostre analisi confermano i vantaggi che possono derivare dal finanziamento con capitale di rischio di start-up innovative in termini sia di tassi di investimento più elevati<sup>32</sup> sia di una crescita più rapida<sup>33</sup>. Nella prospettiva di una riforma fiscale, il complesso degli incentivi al *venture capital*, alle PMI e alle start-up, presenti in Italia dal 2011 e stratificatisi nel tempo, potrebbe essere utilmente razionalizzato.

#### *Migliorare il funzionamento delle procedure per la gestione delle crisi di impresa*

L'indebolimento patrimoniale seguito alla crisi pandemica e il calo dell'attività economica inducono a prevedere una significativa ripresa dei fallimenti e delle azioni esecutive<sup>34</sup>. In questo contesto, è prioritario, laddove possibile, favorire una rapida riallocazione delle risorse presso le aziende e i settori con maggiori possibilità di rilancio, al fine di non disperdere il potenziale produttivo esistente in termini di capitale fisico e risorse umane. È una questione che coinvolge aspetti che esulano dai temi di questa testimonianza, dalle politiche attive del lavoro alle misure di politica industriale. In questa sede mi limito a ricordare che procedure rapide ed efficaci eviterebbero anche l'accumulo di crediti deteriorati nei bilanci delle banche<sup>35</sup>.

---

<sup>30</sup> G. Buscemi, S. Narizzano, S. Savino e F. Viaggiano, *L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane*, Banca d'Italia, "Note Covid-19", 12 gennaio 2021.

<sup>31</sup> D.M. Del Colle, P. Finaldi Russo e A. Generale, *The causes and consequences of venture capital financing. An analysis based on a sample of Italian firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, 584, 2006.

<sup>32</sup> P. Finaldi Russo, S. Magri e C. Rampazzi, *Le start-up innovative in Italia: le loro caratteristiche e l'effetto della legge del 2012*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 339, 2016.

<sup>33</sup> R. Bronzini, G. Caramellino e S. Magri, *Venture capitalists at work: a diff-in-diff approach at late-stages of the screening process*. *Journal of Business Venturing*, 35(3), 2020. I risultati in termini di crescita non sono dovuti solo all'apporto di capitale di rischio, ma anche alla consulenza tecnica e manageriale dei *venture capitalists*.

<sup>34</sup> Giacomelli S., Mocetti S. e Rodano G., *Fallimenti d'impresa in epoca Covid*, Nota Covid-19 della Banca d'Italia, 27 gennaio 2021.

<sup>35</sup> Rodano G., *Judicial efficiency and bank credit to firms*, Banca d'Italia, Temi di Discussione, di prossima pubblicazione, marzo 2021.

La durata media dei fallimenti in Italia è molto elevata: le statistiche del Ministero della Giustizia indicano in circa 7,5 anni quella dei procedimenti chiusi nel 2019, con elevate differenze a livello territoriale (da 4,8 anni nel distretto di Trento a 17 anni in quello di Messina). Secondo i dati recentemente diffusi dall'Autorità bancaria europea (EBA) le procedure fallimentari in Italia si caratterizzano per durate maggiori e tassi di recupero minori rispetto alla media europea.

Nonostante il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza operi una riforma del sistema della legge fallimentare che interessa la disciplina degli strumenti e delle procedure per la gestione delle situazioni di crisi, esso conserva l'impianto complessivo dell'attuale quadro giuridico, in particolare per quanto riguarda le procedure di liquidazione. Il problema della lunghezza dei tempi, quindi, potrebbe non risultarne significativamente alleviato.

Peraltro, le differenze osservate nella durata delle procedure tra i diversi tribunali indicano che i fattori di natura organizzativa svolgono un ruolo di rilievo nel determinare l'efficienza della giustizia<sup>36</sup>. L'introduzione di misure di carattere organizzativo potrebbe portare significativi benefici anche a quadro normativo invariato. Nell'immediato, per evitare che l'atteso numero di nuove procedure determini effetti di congestione nei tribunali, con conseguente ulteriore allungamento dei tempi, si dovrebbe valutare l'opportunità di rafforzare la compagine dei giudici che trattano queste procedure. In prospettiva andrebbe favorita una maggiore specializzazione dei magistrati chiamati a gestire le procedure concorsuali.

Il sistema delle procedure di recupero dei crediti risente della più generale scarsa efficienza della giustizia civile. Andrebbe anch'esso migliorato, in particolare attraverso una maggiore diffusione degli strumenti telematici per la gestione di tutte le fasi dei procedimenti. A essa si dovrebbe accompagnare l'adeguamento della dotazione infrastrutturale e delle competenze del personale nei tribunali e il rafforzamento degli incentivi di tutti gli operatori coinvolti.

\* \* \*

Il rischio che lo shock causato dalla pandemia di Covid-19 determini un grave squilibrio nella struttura finanziaria delle imprese italiane – il tema oggetto di questa audizione – è serio. Le conseguenze, economiche e sociali, della diffusione del virus e delle misure adottate per contenerla hanno indotto pesanti cali di fatturato e della redditività, aumenti dell'indebitamento, erosioni delle basi patrimoniali delle aziende. Le misure di sostegno adottate a partire dalla primavera dello scorso anno hanno sinora attutito l'impatto dello shock, evitando che imprese finanziariamente solide fossero costrette a uscire dal mercato unicamente per i danni causati dalla pandemia e dai provvedimenti restrittivi che si sono resi necessari per combatterla.

---

<sup>36</sup> Giacomelli S., Mocetti S., Palumbo G. e Roma G., *La giustizia civile in Italia: le recenti evoluzioni*, Banca d'Italia, Quaderni di Economia e Finanza, N. 401, ottobre 2017.

Non vi sono ancora le condizioni per avviare un'uscita da questa fase di ampio sostegno pubblico al settore produttivo; l'incertezza sulle prospettive economiche rimane elevata, sebbene la partenza della campagna vaccinale lasci ben sperare. Vi è però la necessità di intervenire per far sì che quante più imprese possibile riescano a superare la crisi, tornando a operare in condizioni migliori rispetto al passato. Va ripreso il percorso di rafforzamento della struttura finanziaria che ha caratterizzato gran parte dello scorso decennio e che si è bruscamente interrotto all'inizio dello scorso anno.

Superare l'elevata frammentazione del tessuto produttivo resta cruciale. Essa, infatti, riduce le possibilità di migliorare la qualità delle prassi gestionali, di beneficiare appieno dei vantaggi connessi con l'adozione delle nuove tecnologie, di affrontare con efficacia le sfide della transazione ecologica, di investire in capitale umano<sup>37</sup>. Gli effetti della frammentazione sulla produttività sono significativi: se quella delle maggiori imprese italiane è non di rado superiore alle concorrenti estere, lo stesso non può dirsi per le società di minori dimensioni.

Intervenire oggi – sfruttando anche l'opportunità offerta dalle risorse disponibili nell'ambito del programma europeo *Next Generation EU* – per agevolare quanto più possibile la patrimonializzazione, la raccolta di capitale direttamente sui mercati, la diversificazione delle fonti di finanziamento e, quando occorre, processi di ristrutturazione rapidi ed efficaci potrà certamente aiutare le imprese a sfruttare al meglio la fase di ripresa economica non appena essa si presenterà. Soprattutto, potrà contribuire a rendere meno negativa l'esperienza, dolorosa, della crisi che le imprese stanno ora affrontando.

---

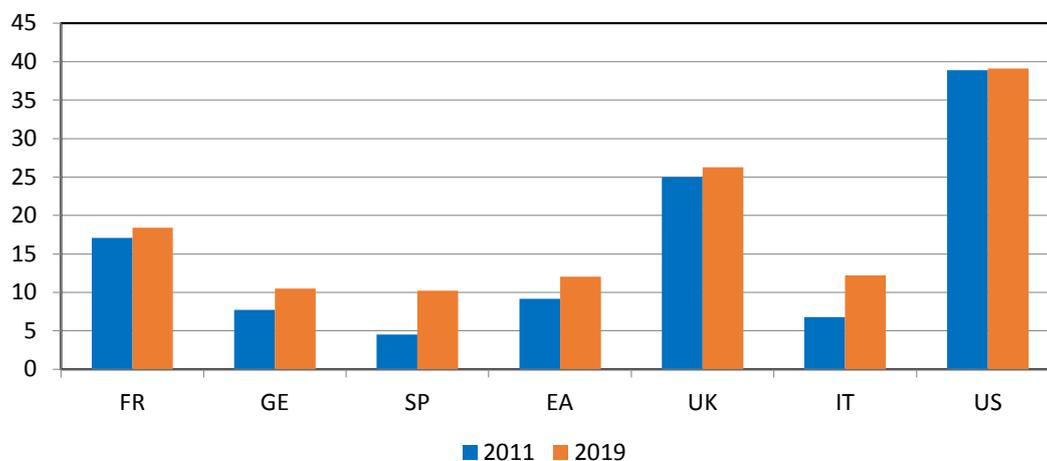
<sup>37</sup> *Crescita economica e produttività: l'Italia e il ruolo della conoscenza*, Intervento del Governatore della Banca d'Italia I. Visco, EuroScience Open Forum, 4 settembre 2020.



*FIGURE*



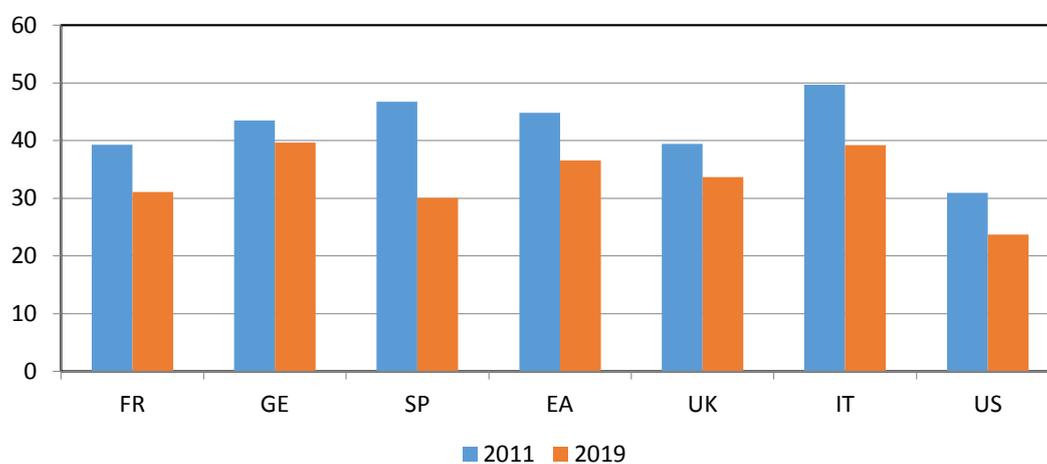
### Incidenza delle obbligazioni sui debiti finanziari delle imprese (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia (Conti Finanziari).

Legenda: FR=Francia, GE=Germania, SP=Spagna, EA=area dell'euro, UK=Regno Unito, IT=Italia, US=Stati Uniti.

### Leva finanziaria delle imprese (1) (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia (Conti Finanziari).

(1) Rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto.

Legenda: FR=Francia, GE=Germania, SP=Spagna, EA=area dell'euro, UK=Regno Unito, IT=Italia, US=Stati Uniti.

**Andamento del credito alle imprese (\*)**  
(anno base: 2008=100)



Fonte: segnalazioni di vigilanza.

(\*) Sono incluse le famiglie produttrici. In rosso sono evidenziati gli anni di recessione/crisi.



