



CONFINDUSTRIA

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

Emanuele Orsini

Vice Presidente di Confindustria  
per il Credito la Finanza e il Fisco

14 aprile 2021

## 1. La congiuntura e lo scenario economico per l'Italia

A poco più di un anno dallo scoppio della pandemia da Covid-19, l'economia italiana porta le ferite profonde di uno shock inatteso, diffuso e prolungato, che ancora oggi continua a intaccare le fondamenta del sistema economico nazionale e che rischia di generare effetti duraturi sul potenziale di crescita italiano.

Nel 2020 il PIL è diminuito dell'8,9%. A causa del peggioramento della crisi sanitaria dall'autunno scorso, la dinamica dell'economia italiana è stata più negativa di quanto atteso sia nel quarto trimestre del 2020 sia nel primo trimestre del 2021. Gli effetti delle misure di contenimento del virus, ancora in campo, sono stati più gravi nei servizi, mentre l'industria mostra una certa resilienza.

Il PIL è atteso debole anche nel secondo trimestre 2021, anche se non in caduta. Per il 2021 il Centro Studi di Confindustria (CSC) prevede un graduale recupero del PIL italiano, concentrato nella seconda metà dell'anno, arrivando al +4,1% in media nel 2021 e al +4,2% nel 2022.

Le esportazioni italiane, in profonda caduta nel 2020, risaliranno nel 2021 e nel 2022, sostenute dalla ripresa della domanda mondiale. Nella risalita dell'economia attesa per il 2021, si avrà un riallungamento delle ore lavorate pro-capite, ma un recupero del numero di occupati è atteso nel 2022.

La voragine aperta nella nostra economia dovrebbe colmarsi solo a fine 2022. Una previsione comunque condizionata all'avanzamento della vaccinazione di massa in Italia ed Europa e all'ipotesi che il Covid sia contenuto in modo efficace dai prossimi mesi.

La ripartenza dell'economia italiana è complicata da alcuni fattori. Innanzitutto, il forte rincaro delle materie prime, accentuatosi a inizio 2021, che riguarda i metalli, le materie plastiche, gli alimentari, oltre al petrolio. Sebbene alcuni di questi rialzi potrebbero essere temporanei, eserciteranno una pressione al ribasso sui margini delle imprese italiane e sul loro cash flow nel 2021, che si sommerà al problema di fatturati già compressi nel 2020.

Inoltre, gli investimenti privati, che dopo l'ampia perdita nel 2020 (-9,1%) sono attesi in aumento nel 2021 (+9,2%) e nel 2022 (+9,7%, oltre i valori pre-Covid), sostenuti dalla risalita degli investimenti in costruzioni e da quelli pubblici, saranno tuttavia frenati dal debito "emergenziale" contratto dalle imprese.

Le misure varate dal Governo durante i primi mesi dell'emergenza hanno fornito sostegni e liquidità alle imprese e contribuito alla tenuta del sistema. Tutto ciò ha però come contropartita due effetti imponenti con i quali è urgente fare i conti.

Innanzitutto, l'effetto sul debito pubblico, che è aumentato di 21 punti di PIL nel 2020, molto più che nella media UE (+16%) e che arriverà al 155,7% quest'anno per poi iniziare a

scendere, al 152,9% nel 2022, per il miglioramento del deficit (che dopo il picco del 9,5% nel 2020 dovrebbe scendere al 7,8% nel 2021 e al 4,8% nel 2022) e la risalita del PIL.

Risalita che dovrebbe essere fortemente sostenuta dagli effetti derivanti dalle risorse europee che spetterebbero all'Italia: secondo una simulazione econometrica del CSC, senza il programma Next Generation EU, il recupero del PIL sarebbe minore di 0,7% nel 2021 e di 0,6% nel 2022.

Il secondo, preoccupante effetto è quello sulla struttura finanziaria delle imprese. Il massiccio ricorso da parte delle imprese a moratorie dei finanziamenti bancari e a nuovi prestiti garantiti, sebbene determinante per la tenuta del sistema produttivo durante l'emergenza, sta avendo l'effetto di accrescere la quota del debito bancario sul totale del passivo ed erodere quella dei mezzi propri, invertendo il *trend* di irrobustimento dei bilanci osservato nell'ultimo decennio e rendendo più fragile la struttura finanziaria delle imprese.

Mentre l'emergenza non è ancora alle nostre spalle, all'orizzonte si profilano dunque problemi strutturali che è necessario e urgente affrontare per assicurare competitività al sistema produttivo italiano.

In questo scenario è indispensabile che si intervenga tempestivamente sia per prolungare e rafforzare le misure di sostegno alla liquidità già adottate, sia per creare le condizioni per un rafforzamento della struttura finanziaria e per un aumento della patrimonializzazione delle imprese, che sono fattori determinanti per rilanciare gli investimenti e di conseguenza favorire la crescita delle imprese e la ripresa dell'economia.

Il mantenimento delle misure di sostegno è necessario in questo momento e una loro revisione dovrà avvenire in modo graduale, per evitare un impatto depressivo sulla nostra economia e per minimizzare i rischi per la stabilità finanziaria nel lungo termine. Ferma la necessità di un efficiente utilizzo delle risorse pubbliche, è essenziale non abbandonare all'improvviso imprese che avrebbero business solidi e profittevoli in condizioni di normalità, ma che sono state messe in seria difficoltà se non in ginocchio dalla crisi. Si tratta di imprese sane, con capacità di creare valore e benessere ed è un nostro dovere traghettarle oltre l'emergenza.

## **2. Dimensione e struttura finanziaria delle imprese: l'impatto della pandemia**

La crisi generata dall'emergenza epidemiologica Covid-19 ha mostrato, ancora una volta, che imprese di dimensioni medie inferiori rispetto a quelle dei concorrenti di altri Paesi e con una struttura finanziaria fragile e dipendenti da una sola fonte di finanziamento hanno una bassa resilienza e una minore capacità di competere.

Puntare su uno sviluppo significativo e sostenibile del sistema produttivo richiede ingenti investimenti in beni materiali e immateriali. Occorre stimolare innovazione e internazionalizzazione e accelerare la crescita dimensionale delle imprese come fattore strategico per aumentare la resistenza a shock esterni e la competitività sui mercati globali.

Da ciò discende la necessità per le imprese di disporre di risorse stabili e pazienti aumentando il livello di patrimonializzazione, la diversificazione delle loro fonti finanziarie e la loro capacità di accedere ai mercati dei capitali.

È pertanto essenziale agire tempestivamente su due cruciali fattori di debolezza del sistema italiano: la dimensione media delle imprese e la loro struttura finanziaria.

La dimensione media delle imprese in Italia resta decisamente ridotta, rispetto a quella prevalente nei principali partner industriali e commerciali. Nel manifatturiero, è pari a 9,8 addetti per impresa, valore in lieve aumento nell'ultimo anno, rispetto a 38,9 in Germania (dati Eurostat, 2017). Se si guarda al totale dell'economia, la distanza è di poco meno ampia: 4,0 addetti per impresa in Italia, rispetto a 11,9 in Germania.

In Italia, infatti, il 43,6% degli addetti è occupato in micro imprese (0-9 addetti), contro appena il 19,1% in Germania. Viceversa, in Italia solo il 12,8% è impiegato in medie imprese (50-249 addetti) e il 21,4% in grandi imprese (>250 addetti), contro valori pari a 20,2% e 36,8% in Germania.

Quanto alla struttura finanziaria delle imprese italiane, grazie agli sforzi realizzati dalle stesse imprese per oltre un decennio, i bilanci aziendali si erano notevolmente rafforzati prima della crisi da Covid-19, pur restando ancora sbilanciati verso il debito bancario.

**Manifatturiero italiano rafforzato patrimonialmente, prima della crisi**

(Passività, quote %, dati di bilancio)

		Prestiti bancari	Titoli	Altri creditori	Debiti commerciali	Altro	Capitale e riserve
Germania	2007	4,8	1,6	25,3	6,8	5,8	55,8
	*2019	4,3	4,3	31,5	5,1	4,7	50,1
Spagna	2007	15,2	0,0	26,4	15,3	2,9	40,1
	2019	10,3	0,3	23,2	16,7	3,6	46,0
Francia	2007	8,1	0,7	23,4	20,4	5,2	42,2
	2019	5,5	0,6	23,7	16,5	8,8	45,0
Italia	2007	19,5	0,5	17,1	24,9	3,5	34,5
	2019	14,2	1,3	14,6	19,2	3,2	47,5

\* Dati 2018 per la Germania.

Fonte: elaborazioni CSC su dati BACH.

Nel 2019 era stata raggiunta una quota di capitale e riserve

sul totale delle passività pari al 47,5% nel manifatturiero (da 34,5% nel 2007), con un progresso di 13 punti. Si trattava di una quota di mezzi propri ancora inferiore, sebbene non distante come in passato, rispetto al corrispondente valore della Germania (50,1%), ma ormai superiore a quella delle imprese in Francia e Spagna.

Viceversa, in Italia per le imprese la quota del debito bancario sul totale del passivo (14,2% nel 2019 nel manifatturiero, da 19,5% nel 2007) era diminuita ma restava la più alta nel confronto con le altre principali economie europee.

L'emergenza epidemiologica, come in precedenza accennato, ha bloccato e invertito il percorso virtuoso sopra descritto.

Nel 2020, il prosciugamento della liquidità disponibile in azienda, causato dal crollo dei fatturati, ha indotto le imprese, in mancanza di altre alternative nel breve periodo, a ricorrere in misura massiccia a prestiti bancari assistiti da garanzie pubbliche.

I prestiti alle imprese sono aumentati significativamente (+7,6% in febbraio rispetto a un anno prima), grazie ai circa 180 miliardi di finanziamenti garantiti fino al 12 aprile dai due strumenti messi a disposizione con il DL Liquidità: il Fondo di Garanzia per le PMI, che ha garantito oltre 1,8 milioni di operazioni per circa 155 miliardi di finanziamenti; Garanzia Italia di SACE che ha garantito circa 1.800 operazioni per circa 23 miliardi di finanziamenti.

Ciò ha avuto l'effetto di accrescere la quota del debito bancario sul totale del passivo ed erodere quella dei mezzi propri, invertendo il trend decennale di irrobustimento dei bilanci e rendendo più fragile la struttura finanziaria delle imprese.

Secondo stime del Centro Studi Confindustria, relative al totale delle società non finanziarie italiane, con un aumento dello stock di prestiti bancari pari a 37 miliardi nel 2020 (dato relativo alla variazione annua dello stock a dicembre, che fotografa un andamento nell'anno inferiore al flusso di prestiti garantiti, a causa di vari fattori: una parte dei prestiti emergenziali è andata alle "famiglie produttrici", sono scaduti alcuni prestiti a grandi imprese, sono riprese le operazioni di cartolarizzazione, una quota ridotta ha rappresentato rinegoziazione del debito) e ipotizzando una erosione del capitale delle imprese paragonabile a quella subita nella recessione del 2009, in Italia la quota del debito bancario sul totale del passivo salirebbe nel 2020 di circa 1 punto, pari a un quinto del calo ottenuto nel decennio precedente. Contemporaneamente, la quota di capitale si ridurrebbe di 0,8 punti, erodendo parte dei progressi faticosamente realizzati in precedenza.

Il Centro Studi Confindustria ha inoltre analizzato gli effetti del maggior indebitamento in rapporto al cash flow delle imprese e l'impatto sul loro equilibrio finanziario di medio periodo. L'analisi<sup>1</sup>, che esamina singoli settori della manifattura e del terziario, mette in luce che l'indebitamento nel 2019 era decisamente sostenibile e il cash flow era capiente per sostenere il livello di indebitamento, mentre nella situazione post-Covid la situazione sarà radicalmente diversa e aumenterà significativamente, in tutti i settori, il peso del debito calcolato in termini di anni di cash flow necessari per ripagarlo.

---

<sup>1</sup> Nota dal CSC "Debito e oneri finanziari molto pesanti nei settori di industria e servizi a causa della pandemia", Numero 1/21 - 4 gennaio 2021.

In particolare, per l'industria si stima che si passi dai 2,2 anni del 2019 ai 5,4 anni del 2021. Diversi i settori che avrebbero bisogno di più di 6 anni di cash flow per ripagare il debito: legno e arredo, metallurgia, produzione di prodotti elettronici, fabbricazione di macchinari.

Analoga situazione per i servizi, dove in media gli anni di cash flow per ripagare il debito passano da 1,9 a 3,8, ma con alcuni settori in situazione davvero critica, in particolare il commercio (da 2,2 a 11,5) e l'ospitalità (da 2 a 5,9).

Il comparto turistico è quello che, nell'ambito dei servizi, ha risentito maggiormente della crisi registrando una caduta del fatturato nel 2020 del 60% rispetto all'anno precedente. Lo shock sul fabbisogno di liquidità ha trovato nel credito bancario lo strumento di risposta principale e ha interessato un numero di imprese ben superiore alla media dell'economia nel suo complesso: tra giugno e novembre 2020, il 45,6% delle imprese turistiche, contro una media del 35,4% nel complesso delle imprese dell'industria e dei servizi, ha contratto nuovo debito bancario<sup>2</sup>.

Una situazione preoccupante che Confindustria segnala da tempo e che, se protratta, rischierebbe di rendere il debito insostenibile per le imprese.

Va peraltro messo in evidenza che, nella maggior parte dei settori, non vi sarebbe spazio per consentire nuovo indebitamento destinato a investimenti, con il rischio di obsolescenza delle nostre produzioni, declino del nostro sistema produttivo e la conseguente impossibilità di finanziare percorsi di crescita dimensionale e di rafforzamento delle filiere strategiche.

Per superare le criticità generate dalla crisi pandemica sulla situazione finanziaria delle imprese è essenziale e urgente agire su due fronti, con un'azione di policy riarticolata secondo due linee di intervento.

La prima di breve periodo, consiste nel continuare a sostenere il sistema produttivo alle prese con il perdurare dell'emergenza, sia confermando e rafforzando le misure di supporto alla liquidità delle imprese, sia consentendo alle stesse imprese di allungare i tempi di restituzione dei finanziamenti garantiti in essere, così da ridurre gli oneri annuali connessi al maggiore indebitamento e consentire loro di liberare risorse per nuovi investimenti necessari per competere e svilupparsi. Al contempo, andrebbero introdotte misure fiscali per garantire maggiore liquidità alle imprese in questa congiuntura.

In una prospettiva di più lungo periodo, per il rilancio della nostra economia, la priorità è sostenere la crescita dimensionale delle imprese e il riequilibrio della loro struttura

---

<sup>2</sup> Rilevazione ISTAT sulla situazione e prospettive delle imprese nell'emergenza Covid-19.

finanziaria, attraverso un più ampio accesso a fonti alternative e una maggiore patrimonializzazione.

A ciò si devono accompagnare interventi per accrescere la rapidità e l'efficacia dei processi di ristrutturazione delle imprese, in particolare attraverso una accorta e graduale attuazione del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, con particolare riferimento alle procedure di allerta.

### 3. Proposte per sostenere la liquidità delle imprese

Nell'attuale congiuntura è innanzitutto indispensabile – come detto in precedenza e in linea con quanto segnalato di recente anche dal Financial Stability Board, dalla BCE e dalla Banca d'Italia – continuare a sostenere il sistema produttivo prevedendo un rientro graduale, una volta avviata la ripresa, dalle misure di supporto alla liquidità.

È pertanto necessario sia confermare e rafforzare tali misure – nel presupposto che siano dedicate a imprese sane danneggiate dal Covid – sia prevedere nuovi interventi per allentare le tensioni finanziarie derivanti dal maggiore indebitamento e liberare risorse per nuovi investimenti necessari per competere e svilupparsi.

In questo contesto è anzitutto prioritario **prorogare la moratoria di legge per le PMI** prevista dal decreto legge Cura Italia, allungando le sospensioni dei finanziamenti bancari fino al 31 dicembre 2021. Secondo gli ultimi dati diffusi dalla Task Force per le misure a sostegno della liquidità (7 aprile 2021), delle oltre 1,3 milioni di operazioni per oltre 150 miliardi, sono ancora attive sospensioni per 126 miliardi.

La cessazione della moratoria si rifletterebbe infatti sui flussi di cassa delle imprese accentuandone le tensioni finanziarie.

È indispensabile che tale proroga, come avvenuto con le precedenti, sia automatica (salvo rinuncia dell'impresa). Va infatti in tutti i modi evitato che sia previsto che le imprese debbano chiedere espressamente la proroga; non solo perché sarebbe per loro un inutile adempimento, inspiegabile in questo momento, ma anche perché rappresenterebbe un grave appesantimento dei processi delle banche che si troverebbero a gestire in poche ore oltre 1 milione di richieste – dall'esito scontato – con conseguente rischio di un blocco della loro operatività.

È comunque essenziale che ciò avvenga evitando il rischio che tali operazioni siano riclassificate dalle banche in *default*, con gravi conseguenze come la segnalazione della posizione *non performing* nella Centrale dei Rischi e la potenziale propagazione del default anche alle imprese connesse da legami di controllo o di natura economica all'impresa riclassificata (per es. imprese facenti parte della stessa filiera).



Il recente aggiornamento delle Linee Guida dell’Autorità Bancaria Europea (EBA), che nella prima fase della pandemia avevano introdotto una piena flessibilità per le banche esentandole dall’obbligo di valutare la riclassificazione delle esposizioni oggetto di moratoria, richiede alle banche di valutare tale riclassificazione per le sospensioni che superino i 9 mesi. In proposito, un chiarimento dell’EBA ha di certo contenuto il rischio di effetti negativi. Ma resta essenziale – come Confindustria segnala sin dallo scoppio della pandemia, anche insieme all’ABI e alle altre Associazioni di rappresentanza delle imprese – un ripensamento complessivo delle regole europee che consenta di assicurare continuità alle moratorie per tutto il tempo che sarà necessario per consentire a imprese sane, in particolare operanti nei settori maggiormente colpiti dall’emergenza, di ripartire dopo la pandemia.

In particolare, si deve valutare l’opportunità di una modifica delle attuali regole europee sulla definizione di default innalzando, come proposto dall’ABI in questa stessa sede, dall’attuale 1% ad almeno il 5% la soglia della “ridotta obbligazione” per il debitore (calcolata come la differenza percentuale tra il valore attuale netto dell’obbligazione originaria e quella risultante dalla misura di concessione) al di sopra della quale la banca è tenuta a classificare un’esposizione oggetto di misura di tolleranza come “non performing”.

Altrettanto prioritario è intervenire sulle **misure di garanzia pubblica** messe a punto con il DL Liquidità – l’intervento rafforzato del Fondo di Garanzia per le PMI e Garanzia Italia di SACE – che hanno rappresentato uno strumento di particolare importanza per sostenere le nostre imprese durante l’emergenza sanitaria.

È essenziale confermare entrambe queste misure, con le attuali percentuali di copertura, fino a fine 2021, in coerenza con la proroga del Quadro Temporaneo sugli aiuti di Stato della Commissione UE. Va infatti evitato il rischio che il ritorno agli schemi di garanzia preesistenti possa determinare una restrizione dell’offerta di credito o un inasprimento delle condizioni di tale offerta.

Ma ancora più importante, come Confindustria segnala da tempo, è che si trovi una soluzione per consentire a tutte le imprese – non solo quelle che hanno contratto finanziamenti di importo fino a 30mila euro garantiti al 100% (che già oggi possono arrivare fino a 15 anni) – di allungare i tempi di restituzione del periodo di rimborso dei debiti di emergenza del 2020 dai 6 anni attualmente previsti fino a 15 anni.

È essenziale che tale allungamento riguardi sia i nuovi finanziamenti garantiti, sia le operazioni in essere.

Questo intervento è irrinunciabile. La crisi Covid è senza precedenti nella nostra storia recente come senza precedenti sono i suoi effetti sulle imprese e sulle persone. Altrettanto



eccezionali e fuori dai normali schemi devono quindi essere le iniziative a supporto delle imprese.

Pertanto, se una soluzione pienamente soddisfacente non potrà essere trovata nell'attuale Quadro Temporaneo sugli aiuti di Stato della Commissione europea (avvalendosi delle flessibilità consentite dalla sezione 3.2 nonché della sezione 3.12), modifiche allo stesso Quadro andranno prese in considerazione.

Secondo stime del CSC, allungando il periodo di rimborso di tali debiti da parte delle imprese, dai 6 anni attuali a 10 anni, nel 2021 e nel 2022 le imprese italiane vedrebbero liberarsi risorse interne per 8 miliardi all'anno (risultato della riduzione della spesa annuale per oneri del debito).

Considerato che il rapporto tra auto-finanziamento e investimenti fissi negli anni pre-crisi in Italia si era attestato stabilmente intorno all'85%, si stima che le imprese potrebbero realizzare 6,8 miliardi di investimenti privati in più all'anno nel biennio di previsione.

Tali maggiori investimenti avrebbero un impatto sul PIL, pari a +0,3% nel 2021 e a un ulteriore +0,2% nel 2022, tale da riportare l'economia sopra i valori pre-crisi alla fine del prossimo anno. In termini di occupazione, si potrebbe generare un aumento pari a 22mila unità nel 2021 e a ulteriori 19mila unità nel 2022.

Questo effetto positivo si estenderebbe anche oltre l'orizzonte di previsione del CSC, per tutto il periodo 2023-2026 (sempre 6,8 miliardi annui). Naturalmente, si tratta di un "gioco a somma zero", che sposta avanti nel tempo il rimborso del debito, senza ridurlo.

Ma il punto è che queste risorse, e gli investimenti che esse potrebbero finanziare, servono ora e non tra sei anni.

Con riferimento alle specifiche misure di garanzia, ulteriori interventi vanno valutati.

Per quanto attiene in particolare al **Fondo di Garanzia per le PMI**, si segnala l'opportunità di estenderne l'operatività a beneficio:

- delle micro e piccole imprese entrate in difficoltà ai sensi della normativa comunitaria anche prima del 31 dicembre 2019, a condizione che non siano soggette a procedure concorsuali per insolvenza e non abbiano ricevuto aiuti per il salvataggio e la ristrutturazione ancora da rimborsare (possibilità prevista dal Quadro Temporaneo);
- di imprese che, anche in data precedente al 31 dicembre 2019, siano state ammesse alle procedure di concordato con continuità aziendale, abbiano stipulato accordi di ristrutturazione dei debiti o presentato un piano attestato di risanamento, purché le loro esposizioni non siano classificabili come esposizioni deteriorate, non presentino importi in arretrato successivi all'applicazione delle misure di concessione e il soggetto

finanziatore, sulla base dell'analisi della situazione finanziaria del debitore, possa ragionevolmente presumere il rimborso integrale dell'esposizione alla scadenza.

Inoltre, al fine di consentire al Fondo di continuare a svolgere l'azione di supporto alle PMI più strutturate e alle mid cap esercitata durante la pandemia, Confindustria ritiene necessario rendere strutturali, dunque anche oltre la scadenza del Quadro Temporaneo, sia l'innalzamento dell'importo massimo garantito dal Fondo a 5 milioni sia l'estensione della copertura alle mid cap.

Per quanto riguarda queste ultime, va inoltre valutato di estendere nuovamente la loro definizione (oggi sono le grandi imprese con un numero di dipendenti fino a 250) e comprendere le imprese con dipendenti compresi tra 250 e 499, che altrimenti, una volta scaduto il Quadro Temporaneo, si troverebbero prive di uno strumento agevolativo.

Per poter concedere efficacemente garanzie pubbliche alle mid cap è tuttavia essenziale giungere a una definizione delle stesse a livello comunitario, al fine di estendere loro alcuni regimi di aiuto. Le mid cap, infatti, non sono contemplate dalla maggior parte delle misure di aiuto concedibili in esenzione da notifica (GBER) e gli unici Orientamenti che le considerano espressamente sono quelli destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio (2014/CE 19/04). Da ciò ne discende che in diversi casi, e in particolare quello del Fondo di Garanzia per le PMI, l'unica soluzione per sostenere le mid cap al di fuori del Quadro Temporaneo è quella di utilizzare il Regolamento de minimis, i cui limiti agevolativi sono però troppo stringenti per le esigenze di tali imprese rendendo di fatto impossibile garantire i fabbisogni di tali imprese.

Per quanto concerne **Garanzia Italia di SACE** – la cui proroga a fine 2021 dovrà riguardare anche le disposizioni di favore previste per le imprese con dipendenti fino a 499 a partire dalla gratuità delle commissioni di garanzia – si dovrebbe rimuovere l'obbligo per le imprese di gestire i livelli occupazionali attraverso accordi sindacali.

Anche per Garanzia Italia di SACE, è necessario consentire la copertura di imprese che, anche in data precedente al 31 dicembre 2019, siano state ammesse alle procedure di concordato con continuità aziendale, abbiano stipulato accordi di ristrutturazione dei debiti o presentato un piano attestato di risanamento.

Con riguardo alle garanzie di SACE è inoltre essenziale che sia avviata il prima possibile – attraverso l'emanazione del previsto decreto attuativo del MEF, di concerto con MISE e MAECI – l'operatività a condizioni di mercato prevista dal comma 14-bis all'articolo 6 del DL 30 settembre 2003 n. 269 (come modificato dal DL Liquidità e dalla Legge di Bilancio).

Nell'ambito di tale operatività dovranno essere possibili operazioni di rinegoziazione con contestuale allungamento di finanziamenti in essere già garantiti, ferma la necessità di non gravare eccessivamente sulle imprese aumentandone i costi e le commissioni legate

all'ottenimento della garanzia. In proposito, apposite misure agevolative che consentano di coprire, in tutto o in parte, i maggiori oneri delle imprese andranno valutate.

Le garanzie a mercato di SACE potrebbero essere utilizzate anche per prevedere uno specifico intervento a sostegno delle imprese appartenenti a **filieri produttive**.

Per aumentare le opportunità di penetrazione nei mercati esteri andrebbero inoltre rifinanziati il **Fondo 394/81** e il **Fondo di Promozione Integrata gestiti da Simest**. Si tratta di valide misure di finanza agevolata sia per la realizzazione di progetti di sviluppo e crescita sui mercati internazionali sia per la patrimonializzazione delle imprese.

Come sopra accennato, non si può non sottolineare come ogni potenziale azione per sostenere la liquidità delle imprese rischi di essere frenata dalla rigidità e dal carattere prociclico di alcune regole della **normativa finanziaria internazionale**.

La crisi generata dall'emergenza epidemiologica richiede invece, accanto alla politica monetaria espansiva, regole anticicliche che consentano di aumentare l'offerta di credito. Si deve quindi intervenire per ripensare tali norme attenuandone o sospendendone temporaneamente gli effetti così da consentire al sistema finanziario di assicurare il massimo sostegno possibile a famiglie e imprese fino alla ripartenza dell'economia.

Per questo, abbiamo in diverse occasioni sottolineato la necessità che le autorità europee, dopo le azioni emergenziali dello scorso anno (rinvio della trasposizione di Basilea 3, anticipo dell'applicazione del *PMI Supporting Factor* rafforzato e dell'*Infrastructure Supporting factor* e delle altre innovazioni apportate dal cd. "Pacchetto Banche"), valutino un nuovo intervento, anche emanando norme di primo pilastro. Intervento che dovrebbe riguardare, oltre alla modifica della definizione di default citata in precedenza, anche le regole sul calendar provisioning previste per il trattamento prudenziale dei crediti deteriorati che rischiano di determinare conseguenze negative sulle imprese destinatarie delle misure di sostegno.

In prospettiva, qualsiasi altro intervento normativo, anche temporaneo, che mantenga intatta la capacità del sistema bancario di finanziare le imprese andrà valutato. In particolare, va considerata l'opportunità di un ulteriore rinvio della finalizzazione della revisione di **Basilea 3** – che, come previsto, dovrà comunque essere attuata senza significativi aumenti di capitale per le banche – e andrà attentamente monitorato l'impatto sulle relazioni banche-imprese delle nuove **Linee Guida EBA su Loan Origination and Monitoring**.

Le Linee Guida, che avranno comunque un lungo *phase-in*, introducono una serie di raccomandazioni per le banche in merito ai processi di concessione e monitoraggio del credito, che si rifletteranno sulle imprese e sulla mole di informazioni che queste dovranno fornire alle banche e che se non declinate con la necessaria gradualità e proporzionalità,

rischiano di avere un effetto sull'accesso al credito delle imprese. Le Linee Guida richiedono peraltro alle banche di attrezzarsi per la valutazione dei rischi ESG. Una novità significativa, che si inquadra nelle recenti evoluzioni in tema di finanza sostenibile, e che andrà implementata con particolare cautela.

Lo sviluppo della **finanza sostenibile** ha proceduto a passo spedito negli ultimi due anni, soprattutto in Europa, senza arrestarsi neanche durante la pandemia. Si tratta di un'evoluzione opportuna, vista la necessità di accelerare la transizione verso l'economia sostenibile.

È tuttavia opportuno che si tenga nella dovuta considerazione la necessità di accompagnare le imprese nella transizione, assicurando loro risorse per gli investimenti necessari per completare quella stessa transizione e che si adotti un approccio proporzionale al fine di sostenere le imprese di minori dimensioni. A livello internazionale, come emerge dai lavori del G20, sarà necessario favorire un allineamento delle tassonomie e degli standard di *disclosure* delle informazioni.

Anche sul **piano fiscale**, il contesto emergenziale nel quale stiamo ancora vivendo ha imposto l'adozione di misure per sostenere le imprese nell'immediatezza delle difficoltà connesse alla sospensione di alcune attività produttive e alla contrazione della domanda interna.

Dopo aver concentrato gli sforzi nell'affrontare le urgenze immediate, ora vanno scongiurati ulteriori, incoerenti, interventi di aumento del carico fiscale sulle imprese e sui fattori produttivi; al contrario, andrebbero considerati interventi di riduzione della pressione fiscale per far confluire maggiore liquidità su investimenti virtuosi e sulla ripartenza del sistema produttivo; abbiamo poi la responsabilità di proiettarci in avanti e individuare strumenti di sostegno di medio e lungo periodo.

In quest'ambito, non è più differibile un intervento sulla disciplina concernente i tempi di emissione delle **note di variazione in diminuzione dell'IVA** per il recupero dell'imposta relativa ai crediti non riscossi: l'attuale disciplina consente l'emissione di una nota di credito solo all'esito infruttuoso di una procedura concorsuale. Si tratta di un meccanismo che – già in tempi "ordinari" congestiona ingiustificatamente la liquidità delle imprese e che mostra tutta la sua irrazionalità in questa fase: a fronte di un prevedibile incremento della mole dei crediti non riscossi è inaccettabile privare le imprese fornitrici – per tempi lunghi e imprevedibili – della liquidità necessaria. Specifiche previsioni dovrebbero, inoltre, riguardare i crediti non soggetti a procedure concorsuali perché di modesta entità.

Obiettivo comune di sostegno alla liquidità si rintraccia anche nelle proposte volte ad **ampliare l'importo massimo annuale delle compensazioni fiscali**. Durante i primi mesi della pandemia il tema è emerso in tutta la sua criticità, sollecitando nel DL Rilancio un

intervento – ampiamente condivisibile – di innalzamento a 1 milione di euro del tetto annuo delle compensazioni dei crediti fiscali. La modifica è stata, però, circoscritta al solo 2020; eppure, le difficoltà delle imprese non sono risolte ma, in alcuni casi, sono aggravate rispetto ad un anno fa e la mole dei crediti di imposta soggetti a compensazione è aumentata: tutto ciò rende necessario confermare anche per il 2021 – e, idealmente, ampliare almeno sino a 2 milioni di euro - il suddetto limite.

Sul piano del **prelievo fiscale sulle imprese**, se vogliamo liberare risorse finanziarie da destinare ad investimenti e nuova occupazione, dobbiamo articolare interventi di riduzione della tassazione.

In primo luogo, l'attuale aliquota nominale di tassazione societaria è ancora poco competitiva al confronto internazionale e deve tener conto anche di un prelievo, l'IRAP, che incide anche le imprese in perdita e che ha nel tempo perso la sua originaria ratio e connotazione.

Inoltre, riteniamo doveroso ribadire l'urgenza di scongiurare l'entrata in vigore di nuove imposte sul consumo, a carico di specifici settori di attività; mi riferisco alle cc.dd. **plastic tax** e **sugar tax**. Si tratta di misure che vanno in senso contrario agli obiettivi di sostegno alla liquidità e di stimolo alla ripartenza che – ancor di più in questa fase - è indispensabile perseguire.

Sul piano degli investimenti, i dati positivi sulle costruzioni già citati ci suggeriscono l'opportunità di incidere con strumenti dal forte impatto, come il c.d. super bonus 110% di cui è importante che sia confermata la proroga a tutto il 2023; occorre, altresì, semplificare la procedura applicativa dell'incentivo ed estenderne l'ambito di applicazione anche agli immobili detenuti dalle imprese, ora ingiustificatamente esclusi (quest'ultimo intervento potrebbe costituire utile misura di rilancio e sostegno per le imprese del settore turismo, fortemente danneggiate dalla crisi in atto).

In linea con quanto già avviene in altri Paesi (Francia, Germania, Olanda e Regno Unito) sarebbe auspicabile ampliare la **possibilità di utilizzo delle perdite fiscali ai fini delle imposte sui redditi**, con meccanismi di carry-back. L'attuale disciplina consente di compensare le perdite fiscali soltanto con eventuali redditi futuri e generalmente entro il limite dell'80% del reddito imponibile; oltre a eliminare tale limitazione, sarebbe utile introdurre un regime di riliquidazione – e connesso rimborso - delle imposte degli esercizi precedenti a quello di realizzo della perdita fiscale.

L'eccezionalità dei periodi di imposta investiti dalla pandemia rende necessario anche un intervento sulla **disciplina delle società in perdita sistematica**: ai sensi di tale disciplina, si attribuisce un reddito minimo presunto alle società che risultano in perdita fiscale per diversi esercizi consecutivi e con una redditività ridotta rispetto a dei valori presuntivi. L'eccezionale congiuntura rende particolarmente difficile per le imprese conseguire tali

ricavi presunti nelle annualità 2020 e 2021 (peraltro calcolati sulla base di indici non più rappresentativi della redditività “ordinaria” di una impresa nella fase pandemica).

#### 4. Gli interventi per favorire patrimonializzazione e riequilibrio delle fonti finanziarie delle imprese

Accanto alle misure di supporto alla liquidità, necessarie nella fase di emergenza, occorre adottare decisioni lungimiranti volte a definire, sin da ora, una strategia tesa a favorire il rafforzamento della struttura finanziaria e la patrimonializzazione delle imprese, che rappresentano leve strategiche per la crescita dimensionale delle imprese e il consolidamento delle filiere strategiche per la nostra economia.

Tale esigenza non ha trovato una risposta convincente ed esaustiva nell’ambito delle misure varate dal Governo in questo campo dall’inizio della crisi, in particolare con il Decreto Rilancio. Si tratta infatti di misure che, sebbene di interesse, sono ancora parziali e scontano troppe limitazioni, soprattutto per PMI e mid cap.

Tali interventi vanno rafforzati attraverso un approccio integrato che comprenda interventi di natura fiscale, semplificazioni regolamentari e altre misure volte a favorire la patrimonializzazione delle imprese, il loro accesso a fonti finanziarie alternative e processi di aggregazione e fusione.

Nell’ambito di questa strategia, che potrà essere sviluppata utilizzando il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, vanno poi proseguite e rafforzate le azioni per accrescere la cultura finanziaria delle imprese e quelle per far affluire capitali pazienti nel sistema produttivo e infrastrutturale domestico, mobilizzando il risparmio precauzionale privato accumulato negli ultimi mesi e stimolando un maggior investimento di famiglie e investitori istituzionali nel sistema produttivo.

La **leva fiscale** assume un ruolo centrale per favorire processi di capitalizzazione e crescita dimensionale delle imprese.

In proposito – prendendo spunto proprio da una delle misure del DL Rilancio sopra menzionate che probabilmente, non ha potuto esplicitare al meglio le sue potenzialità – Confindustria intende innanzitutto sollecitare una riflessione su un incentivo fiscale vigoroso in favore delle imprese che deliberino aumenti di capitale. A tali imprese andrebbe riconosciuto un **credito di imposta** di importo pari ad almeno il 70% dell’**aumento di capitale** deliberato, eventualmente da utilizzare in compensazione in più anni, per arginare l’impatto della misura sulla finanza pubblica.



Tale misura potrebbe essere corredata da un parallelo incentivo (sempre in forma di credito di imposta, eventualmente cedibile) destinato a persone fisiche e investitori che sottoscrivono aumenti di capitale; si tratta comunque di interventi da coordinare nel contesto di una più ampia riforma fiscale.

Prima si è fatto un cenno all'IRAP e alla necessità di rivedere un tributo che ha perso nel tempo gran parte della sua originaria connotazione; non è questa la sede per discorrere dei dettagli di una riforma fiscale ma il tax design di un Paese non deve inseguire solo esigenze di reperimento delle risorse; deve operare anche come strumento congiunturale che risponde anche al contesto economico di riferimento. Ciò premesso, le imprese hanno necessariamente fatto ricorso, nel 2020 ad un maggior indebitamento. Sarebbe, pertanto, opportuno consentire, in via eccezionale, a tutti i **soggetti passivi IRAP**, la **deducibilità integrale degli interessi passivi** derivanti da prestiti onerosi contratti durante il periodo di emergenza pandemica. In base alla disciplina ordinaria, detti interessi passivi sarebbero (integralmente o parzialmente) indeducibili ma in questa fase - che non ha nulla di ordinario - questa previsione appare eccessivamente penalizzante.

Sul piano dei progetti di più ampio respiro, sono, altresì, ipotizzabili alcuni interventi improntati a maggiore sistematicità, in particolare nella direzione di favorire le operazioni di ristrutturazione aziendale.

Al riguardo, da tempo Confindustria segnala l'opportunità di ridurre l'imposta sostitutiva di affrancamento dei maggiori valori emersi a seguito di **operazioni straordinarie**, determinata quando l'aliquota IRES era fissata al 27,5% (e non all'attuale 24%), nonché, sempre in caso di operazioni straordinarie, di rivedere la disciplina di **riportabilità delle perdite fiscali**, che oggi si basa su parametri di "vitalità economica" che, in considerazione degli effetti economici straordinari della pandemia, dovrebbero essere aggiornati.

Non va poi dimenticato che ci sono settori in cui la crisi ha avuto un impatto particolarmente dirompente, che avranno bisogno di un sostegno e di un rafforzamento patrimoniale più incisivo: in particolare il già citato settore turistico, per il quale, sul piano fiscale, potrebbe essere utile anticipare la rivalutazione civilistica e fiscale dei beni di impresa ai maggiori valori economici di cui all'art. 6-bis del DL 23/2020 già nel bilancio in corso al 31 dicembre 2019.

Per favorire la patrimonializzazione delle imprese e la diversificazione delle loro fonti finanziarie è poi opportuno tornare sui due strumenti introdotti dagli articoli 26 e 27 del DL Rilancio che, come detto, non hanno fin qui fornito una risposta soddisfacente, in particolare per le PMI, ma rappresentano strumenti di potenziale interesse per le imprese e hanno bisogno di più tempo e alcuni aggiustamenti per esplicitare i loro effetti.



Il **Fondo Patrimonio PMI** (istituito dall'articolo 26 del DL Rilancio), gestito da Invitalia, sconta troppe restrizioni all'accesso, che ne hanno di fatto limitato la portata. Tuttavia, è uno strumento di potenziale interesse per le imprese ed è opportuno prorogarlo, in coerenza con la proroga del Quadro Temporaneo, fino al 31 dicembre 2021. Inoltre, la sua incisività potrebbe essere aumentata attraverso alcune modifiche normative. In particolare, si potrebbe:

- estenderne l'operatività anche a vantaggio delle imprese con ricavi compresi tra 5 e 10 milioni (la misura al momento è destinata solo alle imprese con ricavi tra 10 e 50 milioni). Inoltre, ai fini della verifica del rispetto di tale condizione, si deve fare riferimento alle singole imprese, eliminando la previsione dell'articolo 26 (comma 1, lettera a) che prevede che qualora l'impresa beneficiaria appartenga a un gruppo, si faccia riferimento al valore dei ricavi su base consolidata; tale previsione esclude infatti dall'accesso alla misura tante realtà imprenditoriali di dimensioni piccole e medie, strategiche per il nostro sistema produttivo e le nostre filiere, che non hanno altre misure di sostegno alla patrimonializzazione;
- modificare la condizione che limita l'intervento solo alle imprese che abbiano registrato perdite di fatturato superiori al 33% nel periodo marzo/aprile 2020 su marzo/aprile 2019; tale soglia andrebbe significativamente ridotta e andrebbe modificato l'orizzonte temporale per la verifica;
- ripristinare il criterio del fabbisogno di liquidità per 18 mesi tra quelli previsti per valutare il rispetto dei limiti di cumulo dell'agevolazione con altri prestiti agevolati. Ai fini del cumulo, si dovrebbe peraltro valutare, anche con la Commissione Europea, la possibilità, per le imprese che ne rispettino le condizioni (inclusi cali di fatturato superiori al 30%) di spostare l'agevolazione a valere sulla sezione 3.12 del Quadro Temporaneo;
- attenuare la condizione che fissa la soglia dell'ammontare massimo delle obbligazioni o dei titoli di debito emessi dalle imprese sottoscrivibili dal Fondo in relazione a un multiplo dell'aumento di capitale o a una percentuale dei ricavi.

Altro strumento di interesse è il **Patrimonio Destinato di CDP**, istituito dall'articolo 27 del DL Rilancio e destinato a intervenire in imprese con fatturato superiore a 50 milioni. Tale strumento non è ancora divenuto operativo, ma sono vicini i termini entro i quali dovranno essere realizzate le operazioni a condizioni agevolate secondo le regole del Quadro Temporaneo: 30 giugno 2021 per la sottoscrizione dei prestiti obbligazionari subordinati e 30 settembre 2021 per le altre operazioni. È pertanto necessario prorogare tali termini, in coerenza con la proroga del Quadro Temporaneo, al 31 dicembre 2021.

Con riferimento al Patrimonio, si sottolinea comunque la necessità di fare attenzione sia ai meccanismi di disinvestimento – evitando o limitando clausole che impongano agli imprenditori di cedere la propria partecipazione di maggioranza in caso di opportunità di vendita e assicurando alle imprese il diritto di prelazione – sia all'impatto dell'ingresso del Patrimonio sulla governance delle imprese, che deve essere limitato al minimo.

In aggiunta a tali strumenti altre misure andrebbero valutate.

In particolare, andrebbe prevista la creazione di un **Fondo di fondi** dedicato a sostenere, attraverso interventi sia nell'equity sia nel debito delle PMI e delle mid cap, gli investimenti sostenibili delle imprese, a partire da quelli legati all'economia circolare, alla mobilità sostenibile e all'economia del mare, nonché al rafforzamento di filiere strategiche. Il Fondo, che dovrebbe operare in modo complementare al Patrimonio Destinato, dovrebbe investire indirettamente (attraverso fondi di private equity, private debt, venture capital e in fondi domestici dedicati alle PMI quotate) sia nel capitale sia in strumenti di debito di PMI e mid cap che realizzino investimenti. La modalità di intervento indiretto consente di promuovere lo sviluppo di operatori di mercato specializzati che facilitino l'accesso delle PMI al mercato dei capitali agendo come anchor investor e di attrarre risorse private provenienti da investitori istituzionali, moltiplicando quindi le risorse pubbliche messe a disposizione. In particolare, si dovrebbe favorire lo sviluppo di fondi e veicoli che investano con quote di minoranza e con approccio di lungo periodo, anche al fine di superare quella che ancora oggi resta, per molte imprese, una resistenza nei confronti dello strumento del private capital. Il Fondo potrebbe essere finanziato attraverso le risorse del PNRR, che potrebbero essere controgarantite da strumenti europei di garanzia quali InvestEu e il Fondo pan-europeo gestito dal Gruppo BEI ed essere attivate grazie al coinvolgimento di CDP.

Occorre inoltre potenziare gli schemi di **garanzia a supporto delle emissioni obbligazionarie** al fine di promuovere tali operazioni e abbassare la dimensione delle imprese che emettono obbligazioni e altri strumenti di debito e la taglia media delle emissioni. Un'esperienza di rilievo in tal senso è quella rappresentata dalle operazioni di cartolarizzazione di portafogli di obbligazioni (c.d. basket bond) realizzate in Italia a partire dal 2017. Lo strumento potrebbe essere utilizzato per attrarre investitori istituzionali che altrimenti non finanzierebbero singole emissioni di mini-bond da parte di PMI e per il finanziamento a medio-lungo termine delle imprese appartenenti alle filiere, così da favorirne rafforzamento e sviluppo.

Per promuovere tali operazioni si dovrebbe, in particolare, intervenire sulle regole che disciplinano il funzionamento del Fondo di Garanzia ammettendo tra i soggetti richiedenti la garanzia del Fondo anche le società di cartolarizzazione dei crediti (SPV), consentendo al Fondo di garantire le prime perdite di portafogli di obbligazioni sottoscritti da SPV e poi cartolarizzati e modificando la normativa del Fondo relativa alla garanzia su portafogli di minibond al fine di renderla più coerente con le operazioni che si realizzano sul mercato (aumentando la copertura sulle prime perdite dei portafogli da 8% ad almeno 15%; attenuando il requisito minimo di granularità così da aumentare l'attuale incidenza massima sul portafoglio delle singole operazioni; riducendo l'ammontare minimo previsto per il totale del portafoglio garantibile). La presenza della garanzia del Fondo faciliterebbe la realizzazione di tali operazioni, abbattendone il costo, semplificando le procedure e

favorendo quindi lo sviluppo di un asset class strategica per l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI.

Andrebbe poi assicurata continuità al **credito d'imposta per la quotazione delle PMI**, prorogato fino a fine anno dalla Legge di Bilancio 2021. Si tratta di una misura importante, dato che i costi di quotazione rappresentano uno dei principali ostacoli alla quotazione, che andrebbe confermata anche per il 2022 e il 2023. Inoltre, la stessa andrebbe estesa alle mid cap, intese come imprese fino a 499 dipendenti, sulle quali avrebbe un impatto rilevante. Va tuttavia sottolineato che la misura rientra nel regime generale di esenzione e che le mid cap non sono contemplate in tale regime. È dunque necessaria, come detto in precedenza, una più ampia riflessione a livello europeo in tema di regole sugli aiuti di Stato.

Infine, per lo sviluppo della finanza alternativa a beneficio delle PMI tre leve di intervento sono di importanza centrale: l'**attivazione di un flusso stabile di risorse pazienti**; le **competenze e la cultura finanziaria**; la **semplificazione regolamentare**.

Per quanto concerne il tema delle risorse, occorre potenziare le misure già adottate per mobilitare risparmio delle famiglie verso il sistema produttivo e favorire l'investimento degli investitori istituzionali in PMI e mid cap (a partire da fondi pensione e Casse di previdenza), in particolare attraverso fondi di private equity, venture capital e private debt e tramite i mercati di borsa dedicati.

In proposito, appaiono positive le recenti novità legislative che hanno istituito i cosiddetti "**PIR alternativi**" (DL Rilancio), dai quali auspichiamo possano arrivare risorse per il sistema produttivo. Va ora verificata la loro evoluzione sul mercato. In proposito, in considerazione del fatto che i PIR alternativi sono ancora nella fase di costituzione e che sono più lunghe, rispetto a quelle dei PIR tradizionali, le tempistiche per la raccolta delle sottoscrizioni e per le successive fasi di investimento, si ritiene opportuno prorogare sin da ora, anche per il 2022, il credito d'imposta per le persone fisiche sulle eventuali minusvalenze derivanti dagli investimenti qualificati introdotto dalla Legge di Bilancio 2021.

Andrebbe poi valutata l'estensione di tale agevolazione a **fondi pensione e Casse di previdenza** (che già beneficiano di una misura di detassazione dei rendimenti relativi agli investimenti di medio periodo nel sistema produttivo) che investano con gli stessi criteri previsti per i PIR alternativi (in termini di imprese beneficiarie e tempi di mantenimento in portafoglio degli strumenti finanziari).

In relazione a fondi e Casse, va infatti sottolineato che ancora oggi è troppo contenuta la loro quota di investimenti in azioni e obbligazioni di imprese italiane; in tale ambito è peraltro marginale l'investimento in asset illiquidi quali PMI, quotate e non quotate, e infrastrutture. È pertanto essenziale accelerare quel processo oggi in atto, ma che procede ancora a ritmo moderato rispetto alle potenzialità, che sta portando fondi e Casse a investire quote crescenti del loro patrimonio nel sistema domestico e in asset illiquidi.

Vi è poi il nodo delle **competenze necessarie per accedere ai mercati finanziari e dei capitali**, che ancora oggi rappresenta uno dei principali ostacoli che frena la crescita delle imprese. Competenze non solo finanziarie, ma anche organizzative. Accedere ai mercati e dialogare con gli investitori impone infatti alle imprese di offrire buona governance, caratterizzata da: chiarezza organizzativa, competenze integrate e diversificate, manager qualificati; modelli organizzativi efficaci, in grado di presidiare i rischi aziendali, a partire da quelli di *business continuity*, informazioni trasparenti e tempestive fornite al mercato.

Per accrescere la cultura finanziaria delle imprese, soprattutto di minori dimensioni, occorre stimolarle ad adottare assetti organizzativi adeguati puntando sui criteri della managerialità e della trasparenza al fine di migliorare le performance, aumentare la reputazione e, in questo modo, accrescere la capacità di attrarre capitali. In proposito, occorre promuovere programmi di formazione e tutoraggio, puntare su strumenti di autodisciplina tarati sulle specificità e proporzionati alle esigenze delle PMI e rafforzare la misura del voucher per i temporary manager, assicurandole continuità.

Quest'ultima è un'agevolazione incisiva per favorire l'inserimento nelle PMI della figura, spesso mancante, di un Chief Financial Officer in grado di pianificare e realizzare operazioni di finanza straordinaria. L'agevolazione andrebbe rafforzata per le medie imprese ed estesa alla figura dell'investor relator per il dialogo con mercati e investitori.

Infine, vi è la leva essenziale dei **profili regolamentari**. È possibile intervenire, da un lato, semplificandone il quadro, ad esempio per favorire le operazioni di aumento di capitale e, dall'altro, introducendo alcune innovazioni volte a incentivare l'apertura del capitale da parte delle imprese, specie quelle di dimensioni minori, ad esempio puntando con maggior decisione sui meccanismi di voto plurimo e maggiorato.

Riguardo al primo ambito, già il DL n. 76/2020 (c.d. Decreto Semplificazioni) ha introdotto misure, di carattere sia temporaneo sia strutturale, volte a **incentivare le operazioni di aumento di capitale** di S.p.A. ed S.r.l. Infatti, considerata la rilevanza e l'impatto di queste modificazioni statutarie, il legislatore (nazionale e comunitario) le ha circondate, nel tempo, di una serie di cautele, a partire dalla richiesta di quorum deliberativi rafforzati. Cautele comprensibili in condizioni ordinarie, ma che la situazione emergenziale in corso richiede di semplificare. Gli interventi più significativi del Decreto Semplificazioni hanno, però, efficacia limitata nel tempo, per cui operazioni di aumento astrattamente realizzabili potrebbero essere bloccate da soci non disposti ad apportare nuove risorse e, al contempo, a diluire la propria partecipazione per effetto dei conferimenti di altri soci o dell'ingresso di nuovi.

Alla luce di ciò, si dovrebbe allora intervenire nuovamente in materia, per prevedere altre misure di semplificazione e/o rendere definitive quelle già introdotte. In particolare, andrebbe previsto che, purché sia rappresentata almeno la metà del capitale sociale, non

si applichi il *quorum* rafforzato di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea straordinaria in caso di deliberazioni finalizzate - direttamente o indirettamente (es., attraverso la limitazione o l'esclusione del diritto di opzione, oppure l'attribuzione agli amministratori della facoltà di aumentare il capitale) - a operazioni di aumento di capitale.

Con riferimento al secondo ambito, si ricorda che il DL n. 91/2014 ha introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento gli strumenti dei diritti di **voto maggiorato e azioni a voto plurimo**. Questi strumenti si sono collocati in un contesto di misure volte a favorire l'offerta al pubblico finalizzata alla quotazione, senza perciò determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento, che notoriamente disincentiva l'ingresso in Borsa delle imprese familiari italiane

Tali considerazioni appaiono ancora più attuali alla luce della situazione odierna, nella quale la disponibilità di strumenti più ampi per ricapitalizzare le società senza compromettere la posizione degli azionisti di controllo potrebbe risultare strategica per tutte le società, sia quotate, sia non quotate.

Per questo, facendo seguito al dibattito che ha accompagnato il c.d. Decreto Rilancio, sulla scorta di modelli già sperimentati all'estero, si potrebbe **rafforzare** lo strumento del voto maggiorato, attualmente riconosciuto per società quotate e quotande nel limite di due voti ad azioni possedute per almeno due anni, attribuendo fino a cinque voti a fronte di un possesso continuativo di cinque anni e fino a dieci a fronte di un possesso di dieci anni.

Per ragioni analoghe, andrebbe rafforzato lo strumento del voto plurimo portando da tre a dieci - soglia anch'essa in linea con altre esperienze straniere - il numero dei voti attribuibili alle azioni di società non quotate e lasciando ferma la possibilità di conservare tali azioni, con medesime caratteristiche e diritti, dopo la quotazione.

Le proposte sopra richiamate avrebbero anche il beneficio di limitare la concorrenza tra ordinamenti, a danno del mercato borsistico italiano. Infatti, negli ultimi anni, diverse società quotate italiane hanno continuato a trasferire la sede legale all'estero, soprattutto in Olanda, dove gli investitori hanno accesso a un regime, appunto, più competitivo.

Ulteriori interventi dovrebbero poi interessare taluni obblighi informativi e procedurali derivanti dalla disciplina dei mercati finanziari di matrice europea.

In particolare, nell'ambito del processo di completamento della *Capital Markets Union*, a decorrere da luglio 2019, è divenuto applicabile il Regolamento (UE) 2017/1129, c.d. **Regolamento Prospetto** relativo al prospetto informativo da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

Nonostante l'obiettivo di favorire l'accesso delle imprese alle fonti di finanziamento riducendo i costi di redazione del prospetto e la creazione di un mercato europeo integrato per la raccolta di capitali, come già osservato in altre sedi, il Regolamento Prospetto ha



rappresentato un'occasione mancata. Ciò in quanto sono stati mantenuti complessità informativa e oneri e difformità applicative tra gli Stati membri, che hanno ricadute in termini di tempi e di costi senza tradursi in sostanziali benefici per gli investitori.

Pertanto, sarebbe auspicabile una **revisione della disciplina europea, che vada nella direzione di una maggiore semplificazione e chiarezza**. Peraltro, il legislatore comunitario sembra aver mostrato consapevolezza al riguardo con le recentissime modifiche apportate al Regolamento Prospetto (con il Regolamento (UE) 2021/337) volte a facilitare la ricapitalizzazione, consentendo di redigere un c.d. **prospetto UE della ripresa**, secondo un regime di informativa semplificato che sarà in vigore fino al 31 dicembre 2022.

Inoltre, il nuovo Regolamento ha reso necessario un intervento di adeguamento della normativa nazionale. Riguardo a quella secondaria, la Consob ha revisionato il proprio Regolamento Emittenti (Reg. n. 11971/1999), ma rispetto alle modifiche apportate si rilevano alcune criticità che richiederebbero una nuova riflessione. Infatti, nonostante le osservazioni formulate dagli stakeholder in sede di consultazione, la Consob ha mantenuto disposizioni che stabiliscono termini e procedure per l'approvazione del prospetto che non sono previsti dalla disciplina comunitaria. Inoltre, si continua a prevedere l'utilizzo della lingua italiana per le offerte svolte in Italia, invece di consentire l'utilizzo della lingua inglese, in linea con quanto previsto dal Regolamento Prospetto e come già consentito in altri Stati membri, mantenendo la traduzione in italiano nella sola nota di sintesi.

Nello stesso solco, si collocano le osservazioni sul Regolamento (UE) 596/2014, c.d. **Regolamento MAR** (*market abuse regulation*), in materia di **abusi di mercato**, divenuto applicabile a decorrere da luglio 2016. Infatti, la scelta di emanare un regolamento in sostituzione della precedente direttiva era funzionale a garantire un'interpretazione e un'applicazione uniforme del quadro normativo di riferimento. Tuttavia, ciò non ha impedito l'insorgere di criticità che hanno determinato una situazione di incertezza e di scarsa armonizzazione; criticità che, nella realtà italiana, hanno condotto a un regime applicativo divergente rispetto a quello della maggior parte dei paesi europei, con un conseguente aggravio per le imprese italiane in termini di costi e di rischi. Pertanto, anche in questo caso, come sostenuto da più parti, è alquanto opportuna una revisione sostanziale della disciplina MAR, che vada sempre nella direzione della chiarezza e della semplificazione.

## 5. Proposte per migliorare il funzionamento delle procedure di gestione delle crisi d'impresa

Le misure di carattere emergenziale intervenute lo scorso anno in materia societaria e concorsuale per garantire la continuità aziendale, in particolare quelle sulla improcedibilità delle istanze di fallimento (art. 10 del DL Liquidità) e sulla sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione per perdite significative (art. 6 del DL Liquidità, poi modificato dall'art. 1,

co. 266, della Legge di Bilancio 2021) hanno avuto un'efficacia temporale circoscritta a fattispecie realizzatesi nel 2020.

Ne deriva che già nel 2021 le imprese sono ulteriormente esposte ai rischi derivanti dagli impatti negativi dovuti alla crisi da Covid-19. In particolare, secondo le recenti stime della Banca d'Italia, 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 per gli effetti temporanei delle misure di sostegno. Pertanto, 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.

In questo contesto, la prossima entrata in vigore della riforma delle procedure concorsuali di cui al *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (D. Lgs. n. 14/2019) rappresenta un oggettivo fattore di preoccupazione. È noto che il legislatore la ha già differita (art. 5 del DL Liquidità) da agosto 2020 al 1° settembre 2021, per evitare che il Codice e, in particolare, le nuove procedure di allerta (artt. 14 e 15 del Codice) vengano per la prima volta sperimentati su situazioni del tutto patologiche.

Al riguardo, come stimato sempre da Banca d'Italia, al momento dell'entrata in vigore delle procedure di allerta le imprese che dovrebbero essere segnalate agli OCRI (Organismi di composizione della crisi d'impresa) 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". Le procedure di allerta, infatti, si articolano in un duplice ordine di obblighi: *i*) di carattere organizzativo, per dotarsi dei presidi funzionali a rilevare e gestire per tempo i sintomi della crisi aziendale; *ii*) di segnalazione, in capo agli organi di controllo societari e dei c.d. creditori pubblici qualificati (Agenzia delle Entrate, INPS e agente della riscossione) che, laddove quei sintomi assumano rilevanza alla luce di specifici indici, sono tenuti, in prima battuta, ad attivare la dialettica endosocietaria e, laddove non risultasse sufficiente, a investire i costituenti OCRI.

Questo set di obblighi e le richiamate segnalazioni impatteranno prevalentemente sulle PMI.

Pertanto, nel solco delle stime e delle riflessioni di Banca d'Italia, si rileva la necessità di **differire la prossima entrata in vigore del Codice, o quantomeno, delle procedure di allerta** e composizione assistita della crisi, che ne rappresentano la principale novità.

Ciò, peraltro, anche in virtù del fatto che, mentre il legislatore comunitario, con la Direttiva n. 2019/1023 sulla ristrutturazione e sull'insolvenza, ha concepito gli strumenti di allerta come meccanismi di informazione e assistenza attivabili volontariamente dall'imprenditore (c.d. *early warning*), quello italiano ha costruito complessi segmenti procedurali che, come evidenziato, poggiano su obblighi stringenti. Occorrerebbe quindi recuperare un approccio maggiormente flessibile, in particolare con riferimento al ruolo dei c.d. creditori pubblici qualificati (AE, INPS e agente della riscossione) e del pubblico ministero.



A questo intervento sul Codice, dovrebbe accompagnarsi la predisposizione di misure in grado di velocizzare la gestione delle crisi:

- intervenendo sulle regole concorsuali vigenti, anche con l'introduzione di strumenti temporanei, agili e di carattere stragiudiziale, che favoriscano la continuità dell'attività di impresa senza sacrificare oltremodo le ragioni dei creditori commerciali;
- investendo in modo massiccio nell'istituzione di sezioni specializzate in materia concorsuale (almeno) presso i principali tribunali.

Infatti, in un contesto emergenziale come l'attuale, sarebbe necessario concepire un assetto normativo che, pur senza tralasciare la funzione anticipatoria dell'emersione della crisi, sia in grado di sostenere i processi di risanamento delle imprese, per superare gli impatti negativi dovuti alla crisi da Covid-19.